

전략공감 2.0

Strategy Idea

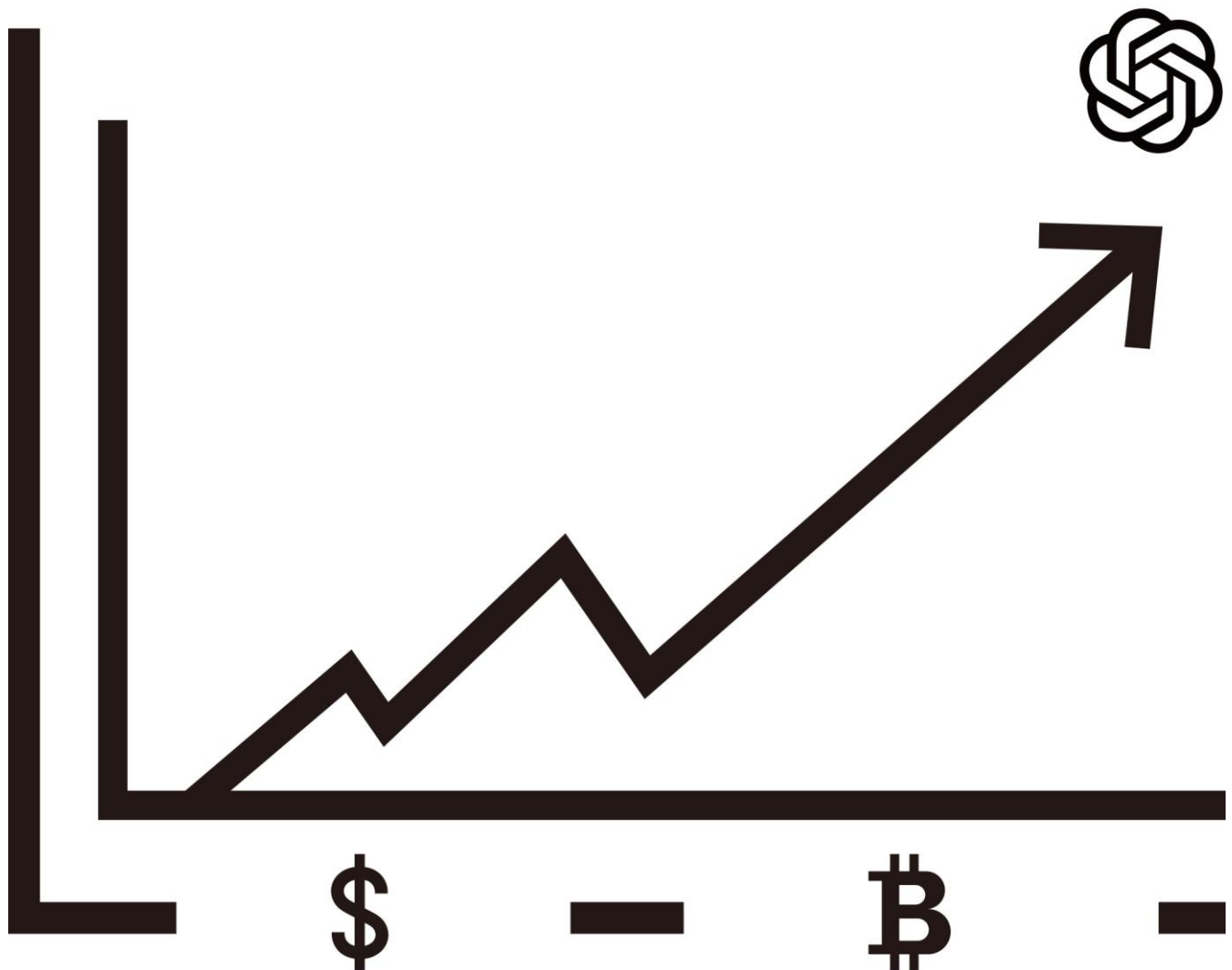
세 번째 화살

오늘의 차트

미국 OBBBA와 투자 증가

칼럼의 재해석

중국 게임 산업 성장 배경 점검



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



투자전략

Analyst 이수정

02.6454-4893

sj_lee@meritz.co.kr

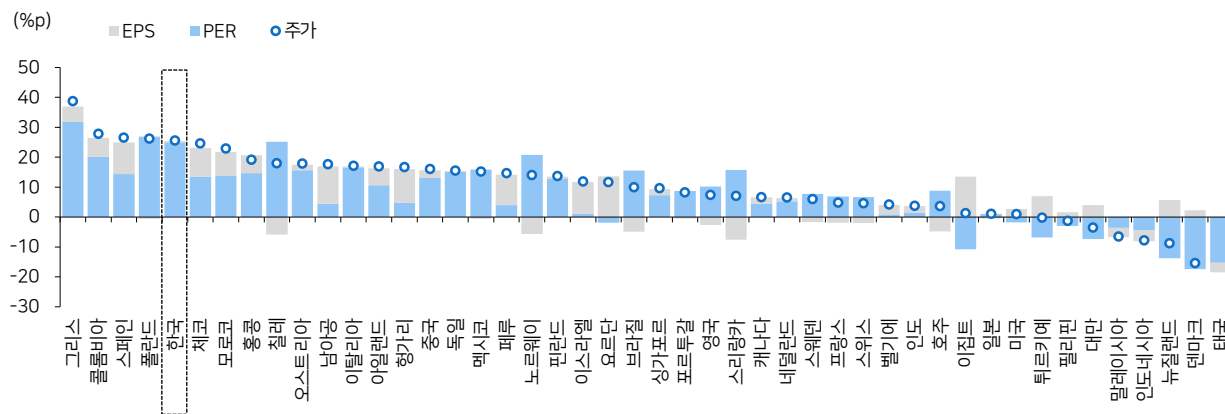
세 번째 화살

- ✓ 한국 증시 밸류에이션 위주의 상승 부담감 + 실적 확인 필요
- ✓ 이재명 랠리와 유사한 아베노믹스: 1) 통화정책, 2) 재정정책, 3) 구조 개혁 세 개의 화살
- ✓ 상법, 자본시장법, 소득세법 개정 효과 기대

KOSPI 추가 상승 동력

올해 한국 주가지수는 EPS 추정치의 상향 조정 없이 PER 밸류에이션의 힘만으로 상승했다.

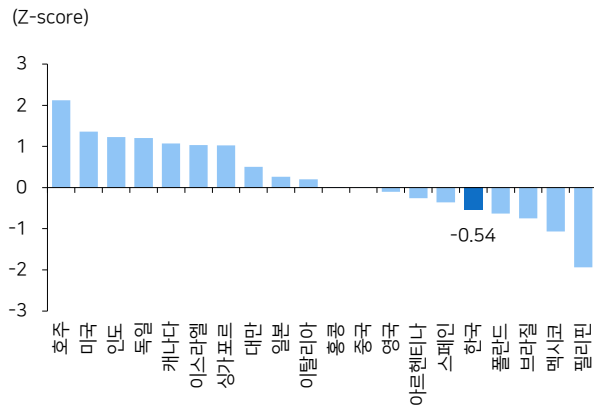
그림1 YTD 주요국 주가지수 등락률 분해: 12MF PER vs. EPS



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

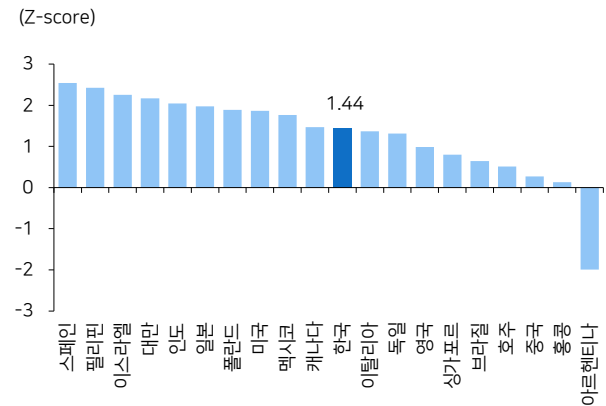
7월 8일 KOSPI 3,133.74pt는 12개월 선행 PER 10.39배, 12개월 후행 PBR 1.04배에 해당한다. 밸류에이션이 30% 올랐음에도 과도한 할인을 이제 막 벗어난 수준이다. 최근 10년 간의 평균 및 표준편차를 이용해 정규화를 해보면, 한국 12MF PER Z-score는 -0.54로 여전히 역사적 평균을 하회한다. 오히려 한국보다 YTD 주가 상승률이 낮은 미국, 대만, 일본, 중국 등의 PER Z-score가 한국보다 높다.

그림2 주요국 주가지수 PER 최근 10년 대비 Z-score



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

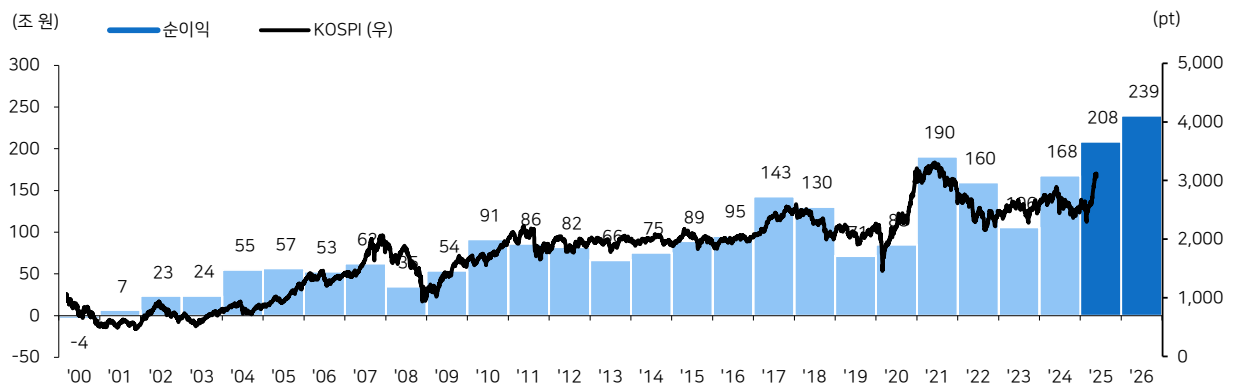
그림3 주요국 주가지수 EPS 최근 10년 대비 Z-score



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

반면 한국 12MF EPS Z-score는 1.44로 최근 10년래 평균보다 표준편차의 1.44배만큼 크다($Z = (X - \mu) / \sigma$). 작년부터 가파르게 올라온 이익 추정치의 추가 상향 조정이 없을 뿐 KOSPI 연간 순이익은 200조 원대 안착을 준비하고 있다.

그림4 KOSPI 연간 순이익 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

물론 8월 1일로 다시 유예된 미국 상호관세는 실적 전망의 리스크 요인이다. 품목 관세가 부과된 자동차 업종 2025년 순이익 예상치는 최근 3개월 간 3.4조 원 낮아졌다. 2분기 실적 시즌에 진입한 현재 지수가 6월만큼 가파르게 올라오지 못하는 이유다.

다만 자동차를 제외한 대부분 업종의 순이익 추정치는 우상향 곡선을 그리고 있다. 작년 3.8조 원 적자로 마감했던 에너지는 올해 순이익 예상치가 최대 3조 8,666억 원 하향 조정됐지만 최근 1개월 간은 오히려 6,371억 원 상향 조정됐다.

그림5 KOSPI 연간 순이익 추정치 변화

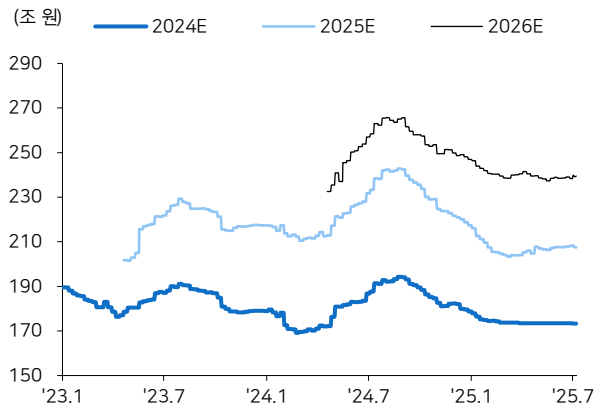


그림6 KOSPI 반도체 연간 순이익 추정치 변화

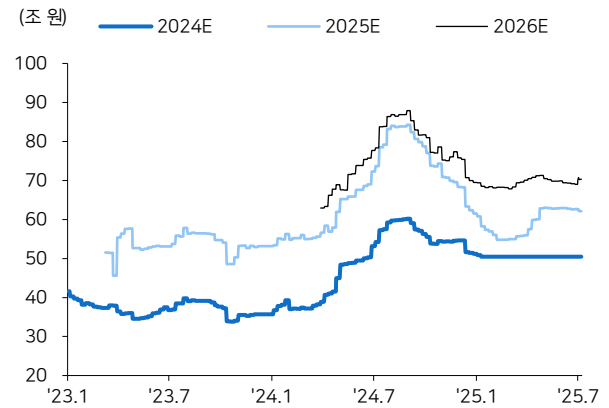


그림7 KOSPI 에너지 연간 순이익 추정치 변화

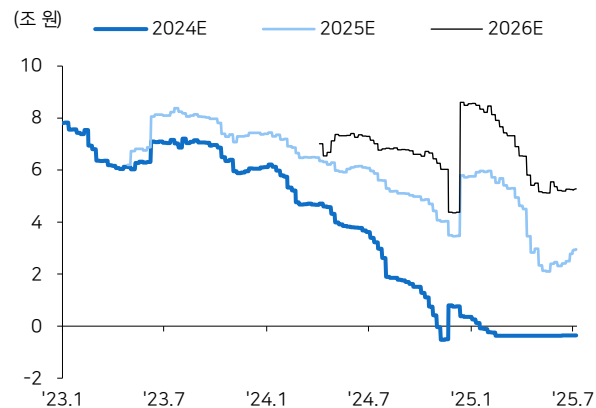


그림8 KOSPI 자동차 연간 순이익 추정치 변화

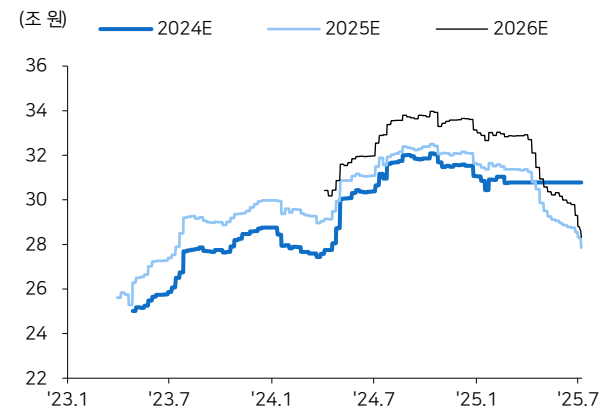


그림9 은행 업종 연간 순이익 추정치 변화

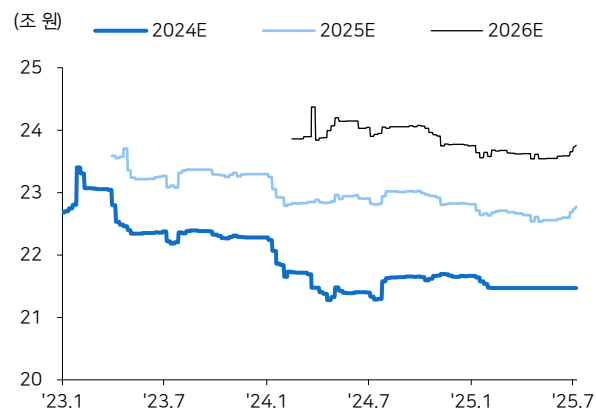
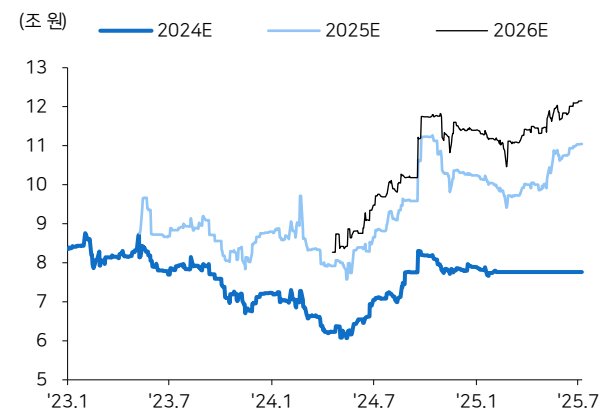


그림10 복합기업 업종 연간 순이익 추정치 변화



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림11 증권 업종 연간 순이익 추정치 변화

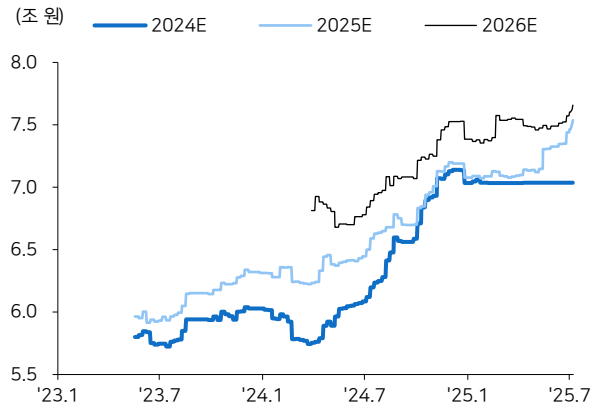


그림12 전기유틸리티 업종 연간 순이익 추정치 변화

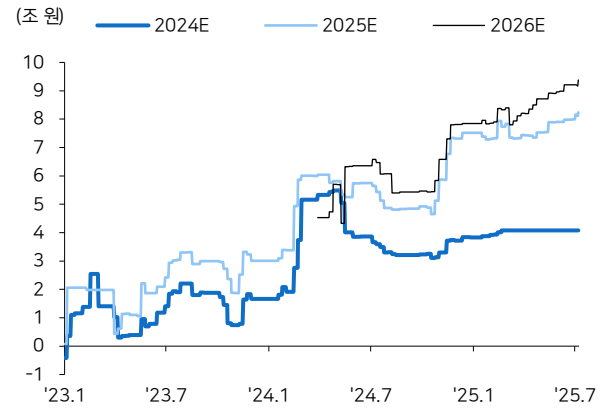


그림13 조선 업종 연간 순이익 추정치 변화

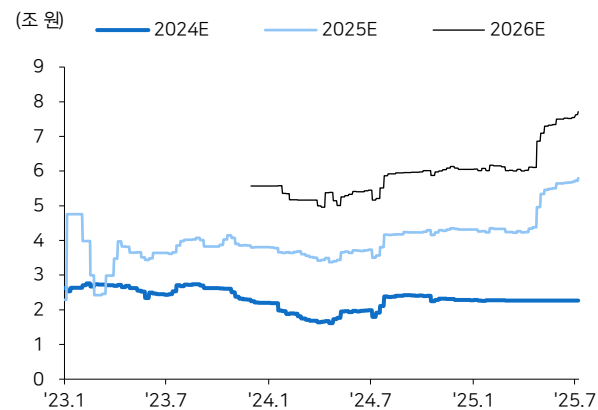


그림14 우주항공·국방 업종 연간 순이익 추정치 변화

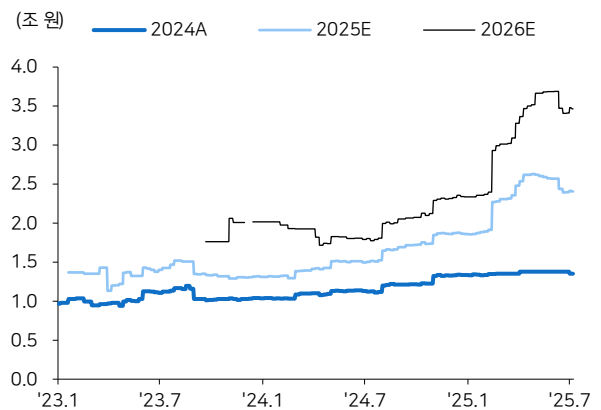


그림15 화장품 업종 연간 순이익 추정치 변화

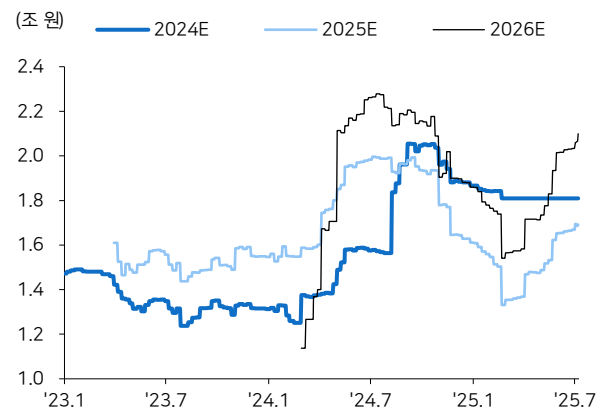
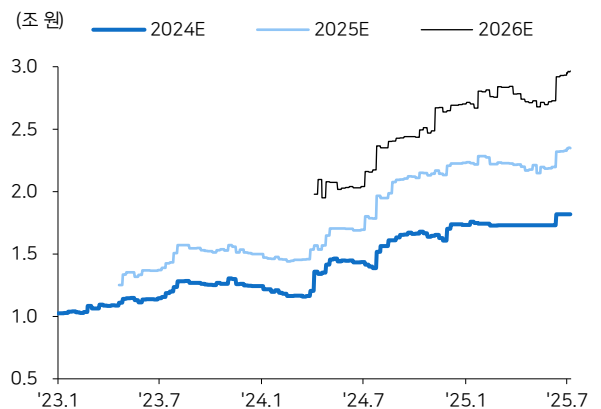


그림16 전기장비 업종 연간 순이익 추정치 변화



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

실적은 다소 불안해 예상을 상회하기는커녕 현재 기대 수준을 달성하는 것만으로도 환호가 터질 분위기다. 주가지수는 또다시 밸류에이션이 견인해야 한다.

PER은 할인율의 역수($1 / \text{할인율}$)이고, 할인율은 무위험이자율(R_f)과 주식위험프리미엄(ERP)의 합으로 볼 수 있다. 금리 하락 또는 위험 선호 시 할인율이 낮아져 PER이 상승한다.

구체적으로 거시경제 환경 및 예측 가능성, 이자율과 인플레이션, 정보의 양과 질, 재난 상황 등이 ERP에 영향을 미치는 요인이다. ERP의 변화는 시장의 수급으로 나타나 주식을 매수하거나 매도하도록 만든다. 코로나 팬데믹 이후에는 리테일 투자자로의 저변 확대가 밸류에이션 리레이팅을 만들었다.

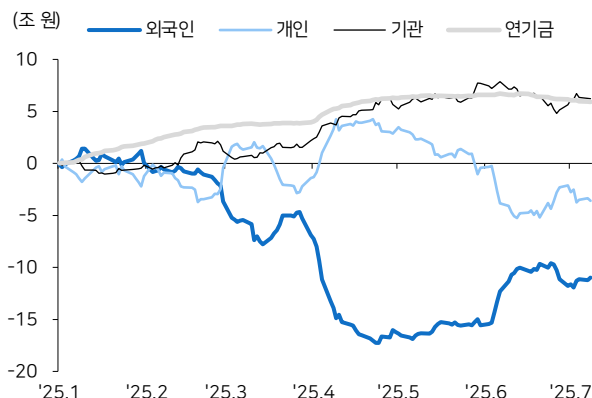
표1 주요 이벤트별 주가 요인 영향 예시

	금리	ERP	기대성장률	주가
위기 상황	↓ (안전 선호)	↑ (공포 요인)	↓ (실물 영향)	↓
부정적 경제 뉴스	↓	↑	↓	금리하락폭 혹은 기대성장률 감소폭에 따라 다름
낮은 인플레이션 혹은 디플레이션	↓	불명확	↓ (명목)	금리하락폭 혹은 기대성장률 감소폭에 따라 다름
중앙은행 조치 (금리 인하 또는 QE)	↓	불명확	↓	↑ (만일 경제가 금리 인하에 빠르게 반응한다면 긍정적)

자료: Aswath Damodaran, 메리츠증권 리서치센터

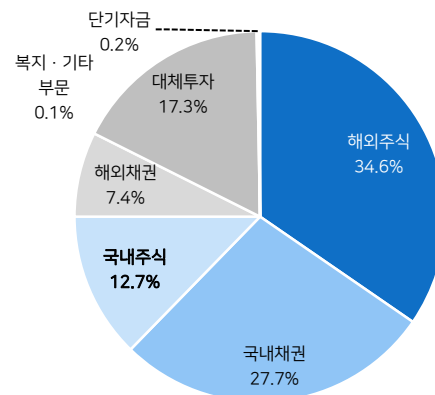
올해 KOSPI 최대 순매수 주체는 연기금이다. 4월말 기준 국민연금기금 포트폴리오 국내주식 비중은 12.7%다. 중기 자산 배분안에 따르면 기금 국내주식 비중 목표는 2025년말 14.9%, 2026년말 14.4%다. 4월 말 이후 KOSPI는 23%, KOSPI 200은 25% 올랐다. 단순 계산해보면 $12.7\% \times (1 + 23\%) = 15.6\%$ 로 올해 말 비중 타겟을 오히려 상회하고 있다.

그림17 KOSPI 투자자별 순매수 YTD 누적 금액



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림18 국민연금기금 포트폴리오(2025년 4월말)



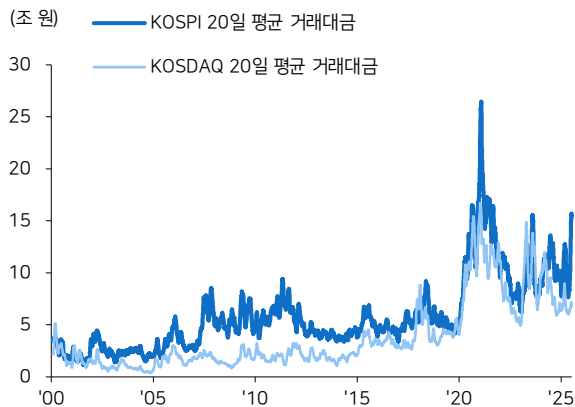
자료: 국민연금 기금운용본부, 메리츠증권 리서치센터

결국 연중 순매도 상태인 개인과 외국인의 추가 매수를 기대할 수밖에 없다. 최근 투자자 예탁금은 70조원에 근접해 2021년 78조원 이후 최고치를 기록했지만, KOSPI 일평균 거래대금은 2023년 수준을 갓 회복했고 KOSDAQ 거래대금은 2년래 가장 저조한 수준이다.

KOSPI와 아파트 가격, 증권계좌 예탁금과 가계대출 추이는 비슷한 궤적을 그린다. 유동성이 늘어나는 만큼 자산 가격도 올라가기 때문이다. 한국 M2 통화량과 가계신용 증가율은 회복 중이나 2020~21년 당시만큼 폭발적이지는 않다.

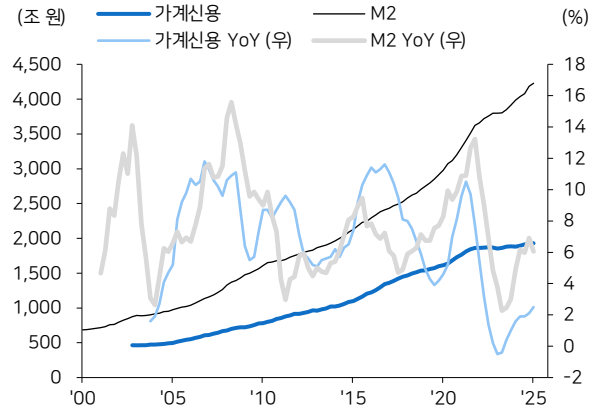
정부는 부동산에 쏠린 자금을 주식시장으로 유인하겠다는 방침이지만 주택담보대출 6억원 규제와 같은 신용 제한은 단기적으로 유동성의 팽창을 제어해 주식시장으로 유입될 수 있는 여유자금의 크기도 줄어든게 만든다.

그림19 한국 증시 거래대금



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림20 한국 가계신용 및 M2 증가율

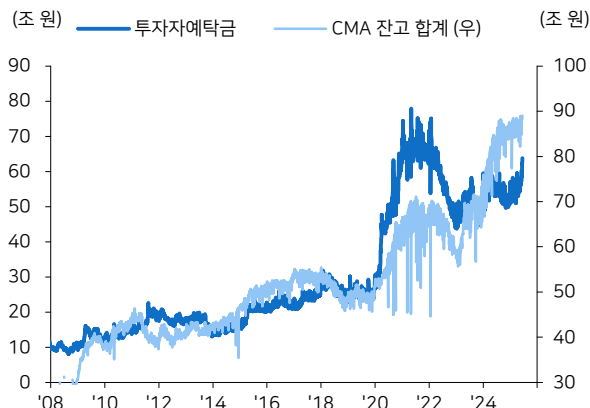


주1: 가계신용 = 일반가계가 은행 등 금융기관에서 대출을 받거나 외상으로 물품을 구입한 대금 등을 합한 금액

주2: 광의통화(M2) = 협의통화(M1) + MMF + 수익증권 + 시장형상품 + 2년 미만 정기예적금, 금융채, 금전신탁 등

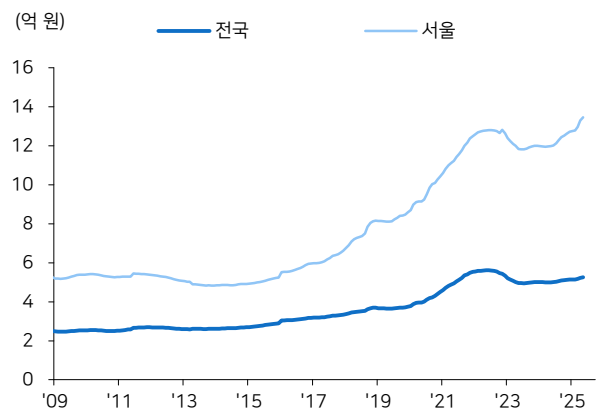
자료: ECOS, 메리츠증권 리서치센터

그림21 투자자예탁금 및 CMA 잔고 합계 추이



자료: 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

그림22 아파트 매매평균가격



자료: KB부동산, 메리츠증권 리서치센터

외국인은 어떨까? 해외 투자자들은 정권이 주식시장에 친화적인가를 주시한다. 이 재명 대통령 취임 이후 한국 증시는 G20 국가 중 가장 높은 상승률을 기록하고 있다. 대통령의 강력한 증시 부양 의지는 과거 아베노믹스를 연상시킨다.

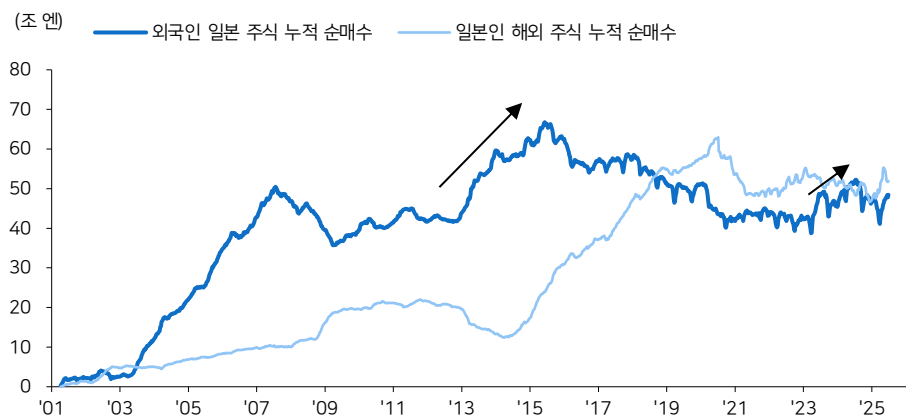
아베노믹스는 세 개의 화살을 제시했는데 첫 번째 화살은 과감한 금융완화, 두 번째 화살은 기민한 재정정책, 세 번째 화살은 성장 전략 및 구조 개혁이었다. 강력한 엔저 유도과 무제한 양적 완화로 요약되는 제1의 화살, 통화정책을 제외하면 현재 한국 정부의 정책 기조와 매우 유사하다.

표2 아베노믹스 정책

화살	목적	주요 정책 내용	시행 시기
제1의 화살	- 2% 인플레이션 달성 - 디플레이션 탈피	- 일본은행법 개정(물가안정목표 명시) - BOJ 국제 매입(QQE): 연간 60-70조 엔 목표	- 2013년 4월 QQE 개시 - 2014년 10월 ETF · J-REIT 확대
과감한 금융완화 (Monetary Easing)	- 엔화 약세 유도 - 금융시장 안정화	- BOJ ETF 매입 목표: 2013년 연간 ¥1조 설정 2014년 연간 ¥3조로 확대 2016년 연간 ¥6조로 확대 - BOJ J-REIT 매입 목표: 2014년 연간 ¥0.09조로 상향 - 공적연금(GPIF)의 국내 주식 투자: FY2013 말 기준 국내 주식 ¥20.8 조(16.47%) 보유 - 마이너스 금리 도입 및 Yield Curve Control(YCC)	- 2016년 1월 마이너스 금리 도입 - 2016년 7월 ETF 추가 확대 - 2016년 9월 Yield Curve Control(YCC)
제2의 화살	- 수요 창출을 통한 내수 활성화	- 10.3조 엔 규모의 경기부양 예산 승인: 공공사업 투자 확대, 소득 · 고용민생 분야 보조금 증액	- 2013년 1월 10.3조 엔 추가 경기부양대책 승인
기민한 재정정책 (Fiscal Stimulus)	- 경기 바닥 탈출 지원 - 인프라 투자 확대	- FY2013 추가경정예산: ¥5.4744 조 통과 - FY2014 추가경정예산: 일반회계 기준 지출 · 수입 각 ¥3.118 조 증액	- 2014년 2월 FY2013 추경 통과 - 2015년 1월 FY2014 추경 시행
제3의 화살	- 장기 성장잠재력 강화 - 기업 경쟁력 제고	- 기업지배구조 코드 도입(2014년) - 여성 · 고령자 · 외국인 고용 촉진 정책	- 2014년 이후 순차적 추진
성장 전략 · 구조개혁 (Structural Reform)	- 노동시장 유연화 및 해외투자 유치	- TPP 참여 · 자유무역 확대 - 농업 · 의료 · 에너지 규제 완화	

자료: 일본 재무성, BOJ, 메리츠증권 리서치센터

그림23 외국인 일본 주식 순매수 vs. 일본인 해외 주식 순매수

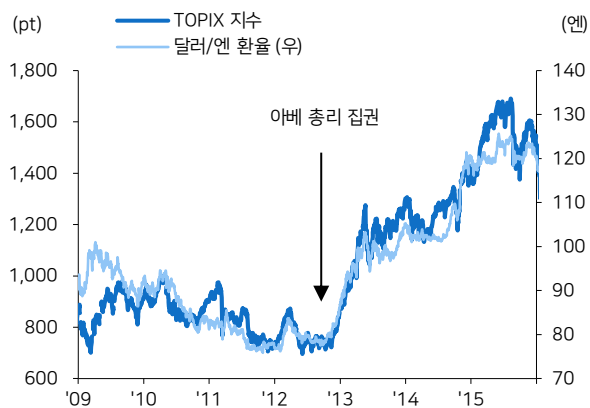


자료: 일본 재무성, 메리츠증권 리서치센터

외국인은 2013년부터 2015년 중반까지 일본 주식을 약 25조엔 규모 순매수했고 TOPIX 지수는 40% 이상 상승했다. 2015~16년 외국인이 일본 주식 매도세로 돌아선 것은 대외 불안에 따른 엔화 강세 전환, 일본 주식 밸류에이션 고평가 영역 진입, 지지부진한 기업 지배구조 개혁 등 아베노믹스 실망감 때문이다.

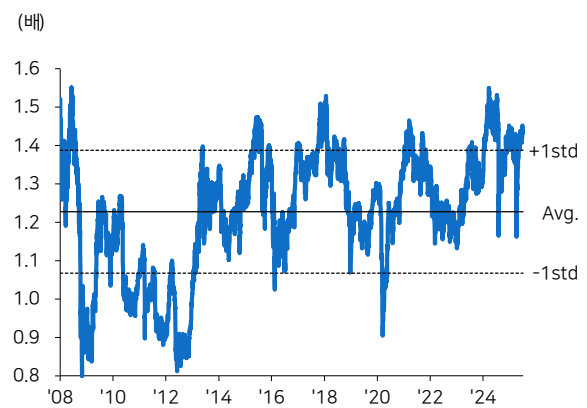
아베노믹스 출범 10년 후인 2023년 3월 도쿄증권거래소(TSE)는 일본 상장기업의 낮은 자본효율성과 주가 디스카운트를 해소하고자 상장 기업들에게 주주환원 확대 등 경영 체질 전환을 강하게 촉구했다. 이는 외국인 투자자의 호응을 얻으며 2024년 일본 증시는 신고가를 경신했다. 한국 증시의 추가 상승 동력도 제3의 화살에서 찾을 수 있다.

그림24 일본 TOPIX 지수와 환율: 2009~15년



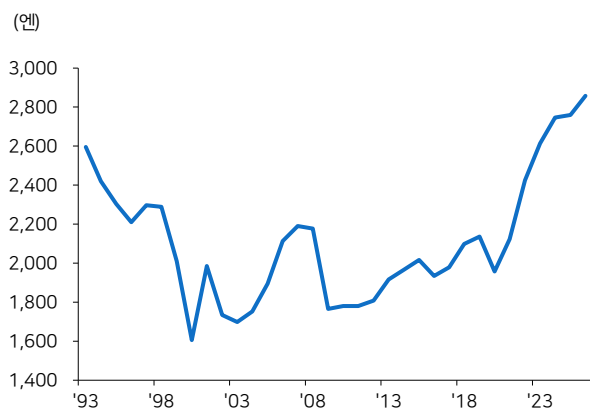
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 일본 TOPIX 조정 PBR



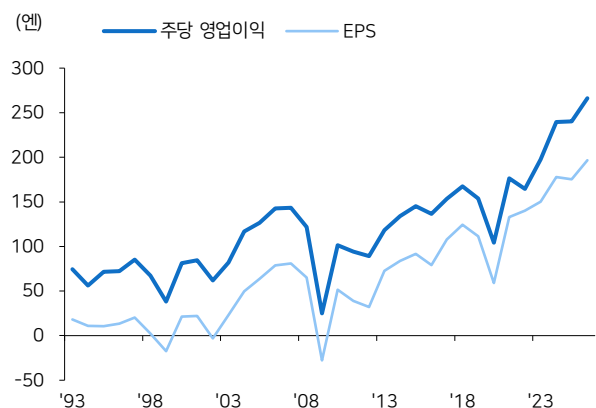
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 일본 TOPIX 주당 매출액



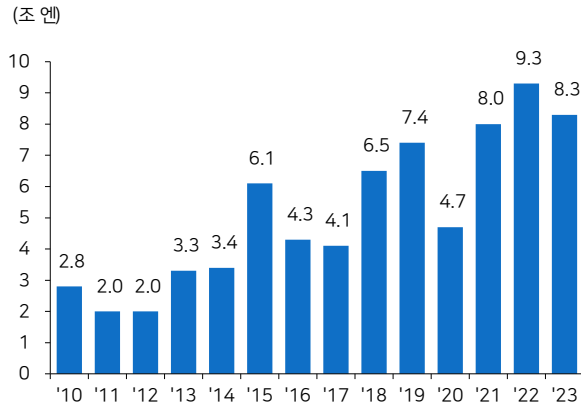
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 일본 TOPIX 주당 영업이익, EPS



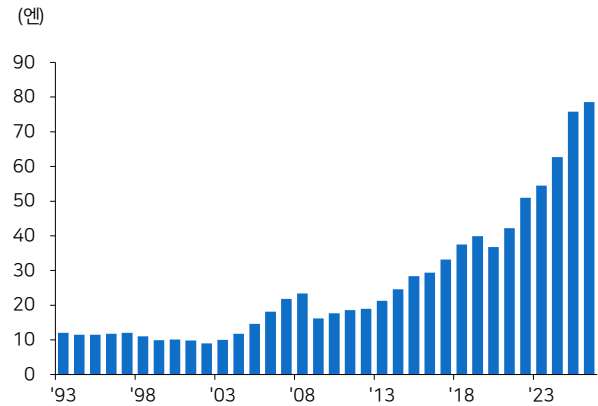
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 일본 TOPIX 자사주 매입 규모



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림29 일본 TOPIX 주당 배당금

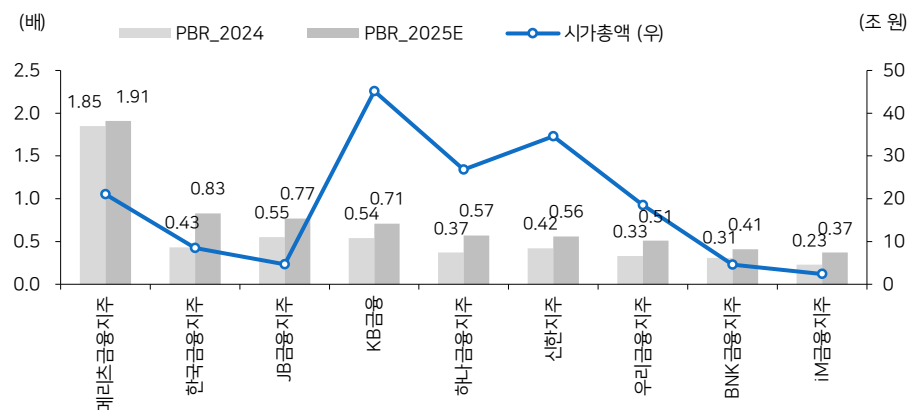


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

7월 3일 상법 개정안이 국회를 통과하며 이사의 주주 대상 충실 의무가 명문화됐다. 파마리서치가 주주총회 표 대결 시 최대주주가 이길 가능성이 높은데도 불구하고 인적분할을 철회한 것도 달라진 사회 분위기를 고려한 결과로 해석된다.

이제 「집중투표제 의무화」, 「감사위원 분리 선출 확대」, 「자사주 소각 의무화」를 위한 상법 개정안 보완 입법이 남아있다. 민주당은 대통령 공약이었던 「기업 인수 시 의무 공개매수 제도」, 「계열사 간 합병 시 법원 사전심사」 등 자본시장법 개정 추진도 거론했다. 「배당소득 분리과세」를 포함한 소득세법 개정안도 발의되어 있다. 한국 증시의 달라진 환경이 투자자들의 ERP를 낮출 수 있기를 기대한다.

그림30 상장 금융지주 PBR 변동 및 시가총액



주: 2025E PBR = 현재 주가 대비 2025E BPS 컨센서스 예상치

자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표3 2024년 배당성향 35% 이상 & 2025년 예상 배당수익률 상위 기업

종목명	시가총액 (조 원)	배당성향 (%) 2024A	배당수익률 (%)		YTD 추가 (%)
			2024A	2025E	
현대엘리베이터	3.25	108	10.50	7.31	50
LX인터내셔널	1.20	41	7.39	6.59	12
SK텔레콤	11.81	60	6.41	6.51	-1
제일기획	2.50	60	7.26	6.11	21
GS	4.92	45	6.87	5.57	23
삼성카드	6.13	45	7.10	5.49	30
한샘	1.18	94	17.94	5.32	-5
NH투자증권	7.08	48	6.81	5.30	43
강원랜드	4.34	51	7.33	5.22	24
SK네트웍스	1.06	122	7.23	5.07	11
대신증권	1.53	69	7.47	5.01	49
한일시멘트	1.29	38	6.89	4.91	26
iM금융지주	2.39	39	6.11	4.83	61
삼성화재	22.02	39	5.30	4.72	21
LG유플러스	6.46	75	6.29	4.41	41
KT&G	16.77	50	5.04	4.31	21
삼성생명	26.60	38	4.75	4.29	31
KT	14.01	105	4.56	4.28	32
미스트홀딩스	2.26	82	2.98	4.04	-6
세아베스틸지주	1.16	190	6.07	3.98	56
한전KPS	2.50	64	5.60	3.96	25
LG	12.93	83	4.31	3.95	11
에스원	2.74	52	4.56	3.90	17
롯데정밀화학	1.06	98	3.56	3.85	3
롯데렌탈	1.27	41	4.01	3.54	16
포스코인터내셔널	8.94	51	3.91	3.53	31
BGF리테일	2.12	36	4.00	3.48	18
하이트진로	1.52	51	3.59	3.45	7
SK가스	2.65	40	3.86	3.24	35
POSCO홀딩스	25.25	69	3.94	3.23	25
OCI홀딩스	1.53	42	3.74	3.22	44
NICE평가정보	1.01	35	3.78	3.14	33
GS리테일	1.45	1,640	3.03	3.11	3
HD현대	10.76	50	4.55	3.02	54
BGF리테일	2.12	36	4.00	3.48	18
하이트진로	1.52	51	3.59	3.45	7
SK가스	2.65	40	3.86	3.24	35
POSCO홀딩스	25.25	69	3.94	3.23	25
OCI홀딩스	1.53	42	3.74	3.22	44
NICE평가정보	1.01	35	3.78	3.14	33
GS리테일	1.45	1,640	3.03	3.11	3
HD현대	10.76	50	4.55	3.02	54

주: 시가총액 1조원 이상 대상, 2025E 배당수익률 = 2025E DPS 컨센서스 예상치 / 현재 주가

자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표4 상장 지주사 시가총액 상위 종목

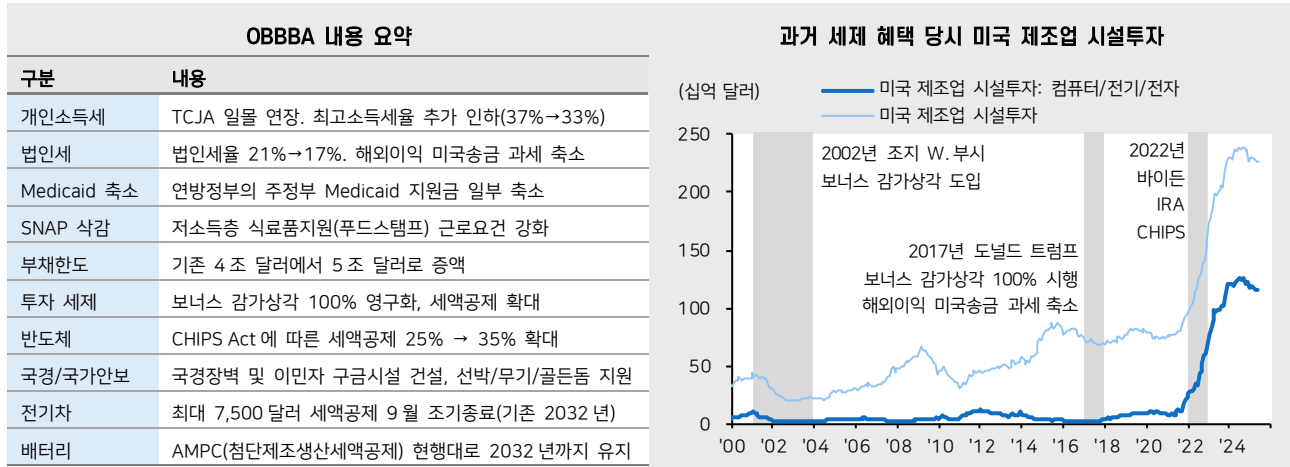
종목명	시가총액 (조 원)	최대주주 보통주 지분율 (%)	유동주식 비율 (%)	자사주 비율 (%)	PBR (배)		YTD 추가 (%)
					2024A	2025E	
POSCO홀딩스	25.25	8.5	83.4	6.6	0.35	0.42	25
SK스퀘어	24.02	31.5	67.7	0.2	0.55	1.01	106
HD한국조선해양	23.18	36.6	63.2	0.1	1.45	1.75	35
SK이노베이션	17.60	55.9	37.5	2.3	0.68	0.72	3
SK	16.24	25.5	49.7	24.8	0.29	0.46	50
LG	12.93	41.7	54.4	3.9	0.41	0.45	11
HD현대	10.76	37.2	52.3	10.5	0.65	1.04	54
두산	10.01	40.1	42.0	17.9	3.07	5.93	118
한진칼	8.18	20.1	68.8	0.7	1.58	-	58
한화	6.92	55.9	36.7	7.4	0.22	0.72	212
LS	6.15	32.1	52.8	15.1	0.56	1.03	84
에코프로	6.08	25.6	73.5	0.9	4.73	-	-17
GS	4.92	53.3	46.5	0.0	0.26	0.35	23
CJ	4.71	47.8	45.5	7.3	0.61	0.94	50
SKC	3.84	40.9	49.1	10.0	3.05	4.08	4
롯데지주	3.69	40.1	22.1	32.5	0.25	0.39	30
한미사이언스	3.12	59.7	29.2	1.0	2.37	-	42
아모레퍼시픽홀딩스	2.55	64.2	31.8	4.0	0.56	0.85	49
미스토홀딩스	2.26	35.9	55.3	8.8	1.17	0.95	-6
한국엔컴퍼니	2.08	47.2	52.5	0.2	0.36	0.43	23
동원산업	2.00	87.9	12.1	0.0	0.52	0.75	32
영원무역홀딩스	1.88	46.3	39.2	14.0	0.36	-	59
대웅	1.58	38.1	32.0	29.7	0.89	-	4
오리온홀딩스	1.53	63.9	32.1	4.0	0.38	0.59	45
OCI홀딩스	1.53	30.4	68.9	0.8	0.28	0.38	44
DN오tom티브	1.48	52.2	36.3	11.5	0.54	-	28
현대지에프홀딩스	1.47	77.1	22.8	0.0	0.23	0.40	73
HDC	1.47	42.0	40.9	17.1	0.23	-	85
효성	1.26	57.8	42.6	0.1	0.36	0.55	48
쿠쿠홀딩스	1.19	64.9	22.5	12.6	0.60	0.80	33
세아베스틸지주	1.16	62.7	37.3	0.0	0.37	0.59	56
하림지주	1.15	48.5	38.3	13.2	0.17	0.31	68
SK디스커버리	1.15	51.0	42.3	6.7	0.26	-	51
DL	1.11	49.3	50.5	0.1	0.17	0.29	58

자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

박민서 연구원

미국 OBBBA와 투자 증가



자료: U.S. Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

OBBBA 대통령 서명 완료

도널드 트럼프 미국 대통령은 4일(현지시간) '하나의 크고 아름다운 법안(One Big Beautiful Bill Act; OBBBA)'에 서명했다. 트럼프 1기에 시행된 세금 감면 및 일자리 창출법(TCJA)의 기한을 영구화하는 내용이 포함되어 있다. 뿐만 아니라 제조기업 세제 혜택을 통해 리쇼어링을 유도하고 있는데, 주요 내용은 다음과 같다.

시설/장비/R&D 비용, 첫 해에 100% 상각 가능

첫째, 보너스 감가상각 100%의 영구화(168k)이다. 기계/장비 등 취득 비용 전부를 첫 해에 즉시 비용 처리할 수 있게 되었다. 둘째, 시설투자 비용 100% 상각의 신설(168n)이다. 공장 신설 비용에 대해서도 2029년까지 한시적으로 전액 당해 상각이 가능해진다. 셋째, 연구개발비(R&D)에 대해서도 첫 해에 100% 즉시 공제하는 것을 영구화했다(174A).

반도체 공장 세액공제 확대

그리고 반도체 과학법(CHIPS Act)에 따른 미국 반도체 공장 시설/설비투자에 대한 세액공제(48D)가 확대되었다. 기존에는 2022년 말 이후 가동 혹은 2026년 말 이전 착공 시설에 대해 25% 세액공제 받을 수 있었는데, 상원 재무위원회 초안의 30%보다도 높은 35%로 결정되었다.

제조업 시설/설비투자 증가 기대감

이를 통해 반도체 및 제조기업의 미국 내 시설/설비투자가 증가하는 계기가 될 수 있다. 투자 초기 단계 세금 부담을 경감하여 현금 흐름이 확보되면 착공 기간 단축 및 추가 투자 여력이 증가할 수 있기 때문이다.

세액공제만으로 드라마틱은 어려움

다만 기대보다 효과는 크지 않을 수 있다는 판단이다. 2002년이나 2017년 사례를 비추어 보면 유사한 세제 혜택에도 불구하고 미국 제조업 시설투자가 유의미하게 증가하지는 않았고, 2022년의 경우에는 IRA/CHIPS를 통해 막대한 보조금을 직접 지급한 영향이 강하게 작용했기 때문이다.

칼럼의 재해석

이효진 연구위원

중국 게임 산업 성장 배경 점검 (Games.GG)

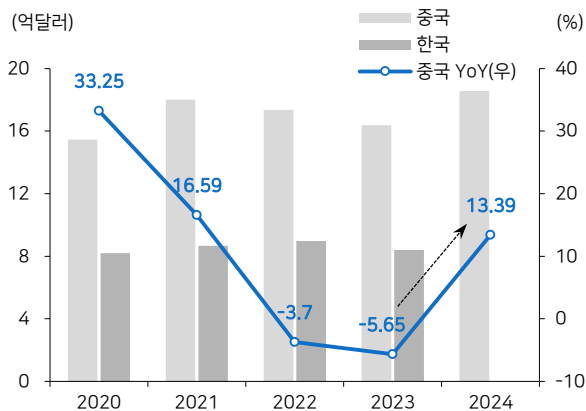
중국 게임 산업은 내·외부 규제와 미국의 기술 견제 속에서도 콘텐츠 품질 향상, 정부 지원 확대, 해외 자본 투자 전략을 통해 2024년 해외 매출 185억 달러를 기록하며 수출 최고치를 경신했다. 모바일 중심 시장은 콘솔·PC 등으로 다변화되며 글로벌 경쟁력을 강화했고, 스팀 인기 게임 순위에도 중국산 게임이 대거 진입했다. 중국 정부는 판호 확대, IP 개발 장려, e스포츠 지원 등 정책적 전환을 통해 게임 산업을 전략 산업으로 육성 중이다. 이에 따라 한국 게임사는 현지 소비자 취향에 맞춘 IP 개발이 필요하며, 한국 정부는 게임 산업이 국내 콘텐츠 수출의 55.6%를 차지하는 핵심 전략 산업인 점을 집중할 필요가 있다.

중국산 게임 해외 수출 최고치

중국산 게임 위안화 기준
매년 성장

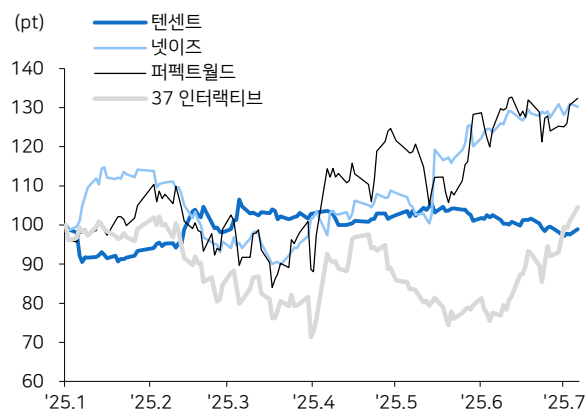
2024년 중국 게임 산업의 해외 매출은 185억 5,700만 달러(약 25조 2,500억 원)로, 전년 대비 13.4% 증가했으며, 자국 통화 기준으로 5년 연속 수출 최고치를 경신했다. 반면, 한국 게임 산업의 2023년 수출액은 83억 9,400만 달러(약 12조 1,400억)로, 전년 대비 6.5% 감소해 23년 만에 수출 역성장을 기록했다.

그림1 중국산 게임 해외시장 매출액 추이



자료: 2024 중국게임산업보고, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국 대표 게임주 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

규제에도 성장한 중국 게임 산업

대내외적 규제와 견제가 존재했던
중국 게임 산업

사실 중국 정부는 오랜기간 게임 산업을 규제해왔다. 2021년 8월에는 미성년자의 게임 이용 시간을 주 3시간으로 제한하는 규제를 도입했으며, 같은 해 7월부터 약 8개월 동안 신규 게임 판호(출시 허가) 발급을 전면 중단했다. 2023년 12월에는 게임 내 수익 모델을 제한하는 '온라인 게임 관리 조치' 초안을 발표했으나, 업계 반발 이후 2024년 초 시행 직전 전격 철회했다.

외부의 견제도 있었다. 대표적인 사례가 미국과의 기술 패권 경쟁이다. 2024년 미국 의회는 PAFACA법을 통과시키며 틱톡의 강제 매각을 추진했고, 텐센트를 중국 군사기업으로 지정하며 중국 IT 산업 전반에 대한 경계심을 보였다.

표1 중국 정부의 게임 산업 규제 타임라인

시기	정책 기조	주요 내용
2018~2019	1차 규제기	판호 중단, 실명제 도입, 미성년자 시간 제한
2021~2022	2차 규제기	'정신적 아편' 취급, 판호 일시적 중단, 시간 제한 강화
2023~	전환기 이전	온라인 게임 규제 강화, 확률형 아이템 판매 제한 등
2024~	전환기	국가 산업 육성 기조 시작

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국의 PAFACA 법안(일명 틱톡 금지법)



자료: The White House

"내수 아닌 세계로" ... 중국 게임 산업의 성장 배경은?

내·외부 규제를 정면으로 맞은 중국은 콘텐츠 품질 고도화, 정책적 전환, 막대한 자금 투자를 통해 글로벌 성장을 이루었다.

서구 PC/콘솔 시장에 도전장

우선, 콘텐츠 중심 전략 강화다. 확률형 BM 대신 스토리, 그래픽, UI 등 콘텐츠 품질 향상에 집중하며 글로벌 경쟁력을 확보했다. 2020년 <원신>이 글로벌 히트를 기록한 데 이어, 2024년 <검은 신화: 오공>은 3일 만에 1,000만 장 이상 판매되며 서구 콘솔 시장을 정면 돌파했다.

글로벌 PC 플랫폼인 스팀에서 중국 게임의 존재감 또한 뚜렷하게 커졌다. 넷이즈의 <마블 라이벌즈>, 텐센트의 <델타 포스>, 게임사이언스의 <검은 신화: 오공> 등은 2024년 스팀 인기 게임 순위 TOP10에 진입하며 '중국 게임=모바일'이라는 기존 인식을 뒤흔들었다.

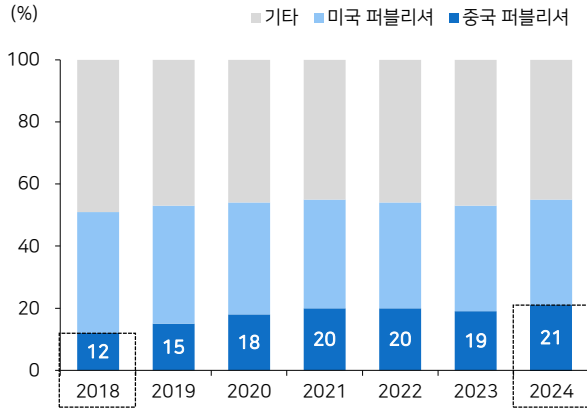
게임 산업 육성 기조

또한, 정부의 산업 육성 기조 전환이다. 2024년 3월 '소비진작 특별 방안'을 발표하며 독창적인 IP 개발 장려와 게임, 애니메이션, e스포츠 등 관련 산업의 소비를 촉진했다. 올해 1월엔 '고품질 문화 발전 추진 경제 정책'을 통해 2027년까지 문화산업 발전을 위한 특별 예산과 세제 혜택, 금융 지원책을 발표했으며 게임 산업을 국가 전략 신흥산업으로 지정했다.

유명 게임사들 지분 참여

선제적 경영권 참여를 통해서도 다수 핵심 개발사들을 확보해왔다. 예로부터, 미국에서는 텐센트가 2015년 라이엇게임즈를 100% 인수하고, 2012년 에픽게임즈의 40% 지분을 보유했으며, 한국에서도 텐센트가 크래프톤(13.71%), 넷마블(17.52%), 시프트업(34.76%), 카카오게임즈(3.88%) 등 주요 게임사의 지분을 확보 중이다. 유럽 역시, 유비소프트의 개발 자회사 지분 25%, 슈퍼셀 84%, 그리고 최근 스웨덴의 애로우헤드 15% 지분까지 매입하며 거대한 게임 네트워크를 구축했다.

그림4 미국 시장 내 중국 퍼블리셔 침투 늘려가



자료: Sensor Tower, 메리츠증권 리서치센터

표2 중국의 게임 산업 주요 육성 정책

주요 정책	내용
게임 규제 완화	2024년 1월부터 100개 이상 판호 승인
e스포츠 산업 재정 지원	매년 1억위안 보조금 지원
게임 인재 육성 허브 설립	해외 개발사 간 협력 촉진, 세금 감면, 재정 지원, 기술 인프라 제공
차이나 히어로 프로젝트	중국 게임 개발사들이 에픽게임즈 등 글로벌 기업과 협력해 기술 및 개발 지원 받음
텐센트 게임 교육 프로그램	게임 전문 인력 양성
인게임 국제 협력 프로그램	영국과 중국 게임 산업 간 지식 공유와 공동 제작, 시장 진출 목표
게임 특화 시범도시 선정	IP 개발부터 기술 연구개발, 해외서비스 운영까지의 전 과정 지원

자료: 메리츠증권 리서치센터

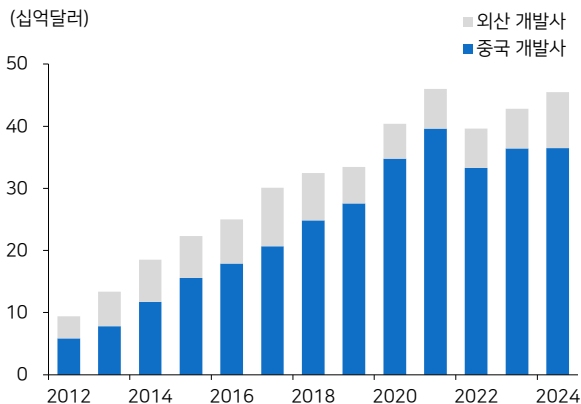
너무 커버린 중국 게임, 한국이 취해야 할 자세는?

판호 발급 증가세는 긍정적
수익 구조는 글썽

최근 중국은 외산 게임에 대한 판호 발급 확대와 장르 다변화를 추진하며 개방 기조를 강화하고 있으며, 이에 국내 게임사들은 판호 취득을 서두르고 있다.

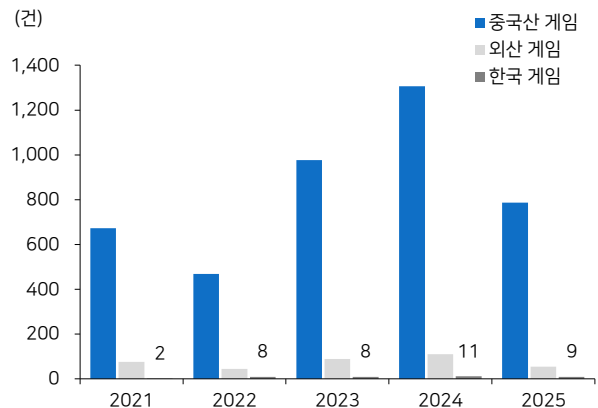
중국은 한국 게임 수출의 25.5%를 차지하는 최대 시장이다. 다만, 중국 게임의 품질과 완성도가 급격히 향상돼 고품질 대체제가 이미 자리 잡은 데다, 텐센트·넷이즈 같은 현지 퍼블리셔 중심의 시장 구조(수익배분 6:4)로 인해 수익성 확보에도 한계가 존재한다. 판호 발급이 흥행을 보장하지 않는 만큼, 국내 게임사들은 중국 현지 소비자 취향을 반영한 IP 전략 수립이 필요한 시점이다.

그림5 중국 시장은 지속적인 내수 게임 위주의 수요 다



주: 콘솔, PC, 모바일, VR, Web 합산 기준
자료: Matthew Ball, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 게임 판호 발급 추이(2021-2025)



주: 2025년 상반기 기준
자료: 중국국가신문출판사, 메리츠증권 리서치센터

한편, 국내 게임업계에선 정부 주도 모태펀드 내 게임 전용계정 신설 등 원활한 자금 조달 지원책도 요구하고 있다. 현재 모태펀드에는 문화계정 5,200억 원, 영

화계정 796억 원이 조성될 예정이나, 게임 산업에 특화된 계정은 존재하지 않는다. 특히 중소·인디 게임사의 폐업 사례가 늘고 있는 가운데(한국모바일게임협회 기준 최근 500개 폐업), 이들 기업은 투자 유치에 어려움을 겪고 있으며, 모태펀드 지원에서도 소외되고 있다.

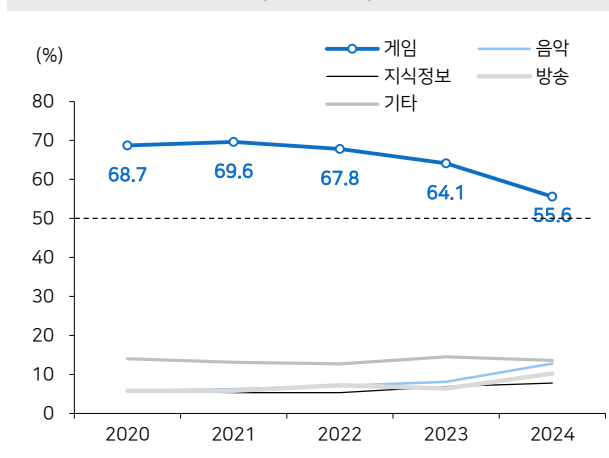
다행히 현 정부는 게임을 규제 대상이 아닌 진흥 산업으로 인식하고, 2025년을 목표로 산업적·문화적 자산으로 육성하겠다는 정책적 의지를 보이고 있다. 게임이 국내 콘텐츠 수출의 55.6%를 차지하는 핵심 전략 산업인 만큼, 향후 정책 설계 시 업계의 목소리를 반영해 실효성 있는 지원 방안 마련이 필요하다.

표3 현 정부 게임특별위원회 정책 제안

구분	내용
1	게임 질병코드 등재 도입 유보
2	게임분야 거버넌스 개편
3	중소 인디 게임 제작 지원 확대
4	글로벌 진출 활성화
5	금융 투자 활성화(세액공제)
6	e스포츠 산업 진흥을 위한 지원 정책
7	게임 인식 개선 및 이용자 편의 확대

자료: 게임특별위원회, 메리츠증권 리서치센터

그림7 국내 콘텐츠 수출 중 게임 비중은 매년 과반수



자료: 한국콘텐츠진흥원, 메리츠증권 리서치센터

원문: *Lessons from China's Game Industry Growth* (Games.GG)