

# 홍콩H지수 투자전략

연초부터 뜨거운 홍콩H지수의 강세 랠리: 연초대비 17% 상승  
 은행을 비롯한 실적 개선과 저평가 매력 부각에 국내외 자금 유입 가속화  
 당분간 강세 흐름 지속 예상, 단 2Q부터 중국 물가 상승과 달러 방향에 유의

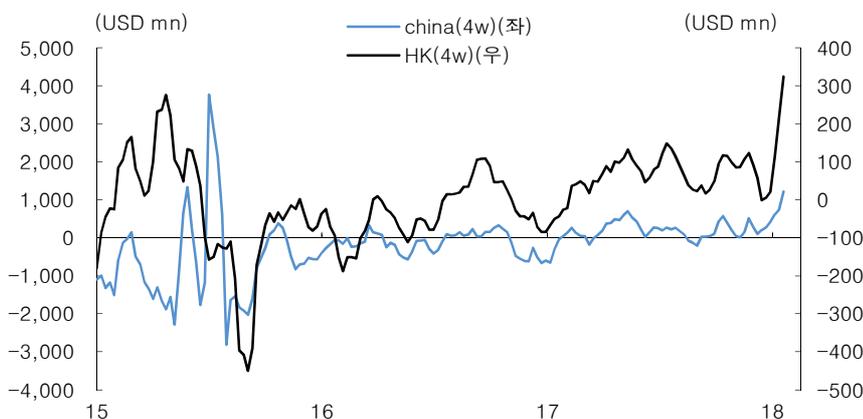
## 뜨거운 홍콩H지수 강세, 향후 중국 인플레이와 달러 방향에 유의

연초부터 홍콩 주식시장의 열기가 뜨겁다. 28일 기준으로 홍콩H지수의 연초대비 상승률은 17%로, 중화권 주식시장의 기타 주요 대표지수들의 수익률을 모두 상회했다.

연초부터 홍콩H지수가 빠르게 상승하는 이유로는 1) 중국 경기 연착륙 기대 속에 홍콩에 상장된 금융주들이 본토대비 저평가되어 있는데다, 2) 본토 자금이 빠르게 유입되면서 수급이 개선되었고, 3) 홍콩H지수와 역 상관관계를 보이는 달러까지 약세를 보이면서 해외 자금이 유입되었기 때문이다.

우리는 당분간 홍콩H지수의 강세 랠리는 지속될 것으로 예상된다. 1) 홍콩에 상장된 중국 은행주들이 MSCI 이머징지수의 은행업종에 비해 여전히 저평가 되었고, 2) 본토에서의 자금 유입이 지속될 것이기 때문이다. 다만, 2분기부터는 중국의 식품가격 상승에 따른 인민은행의 통화정책 긴축 스탠스 변화와 미국 금리 인상에 따른 달러의 방향성 변화에 유의할 필요가 있다.

[그림 1] 글로벌 주식형 펀드의 중화권 증시 자금 유입 확대, 특히 홍콩 가속화



자료: EPFR, 한국투자증권

최설화

emily.cui@truefriend.com

염희현

heehen@truefriend.com

### 연초부터 뜨거운 홍콩H지수의 강세 랠리

연초부터 홍콩H지수의 열기가 뜨겁다. 1월 28일 기준으로 홍콩H지수의 연초대비 상승률은 17%로, 중화권 주식시장의 기타 대표 지수들의 수익률을 모두 상회했다. 뿐만 아니라 미국(7%), 베트남(13%), 브라질(12%), 러시아(+11%) 등 전세계 주요 강세 국가들의 지수 수익률도 일제히 상회했다.

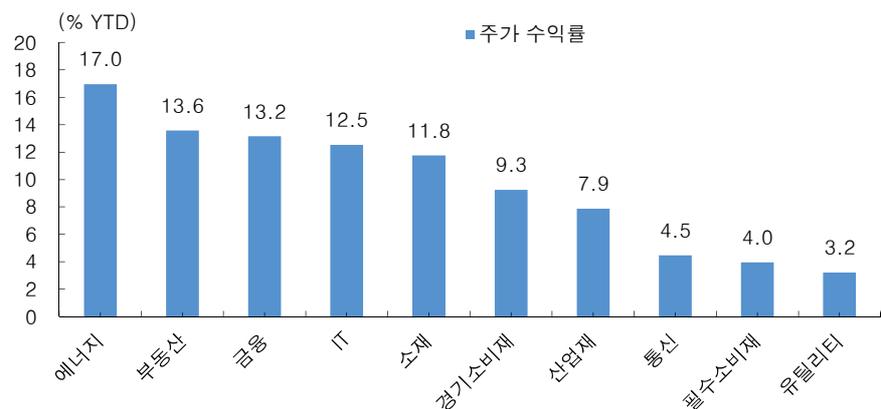
업종별로는 그동안 시장에서 기대치가 낮았던 에너지, 부동산, 금융주들이 급등했다. 특히 홍콩H지수의 경우 금융주가 전체 지수의 70%를 차지하고 있기 때문에 금융주의 강한 반등이 지수의 높은 수익률에 기여도가 가장 컸다.

[그림 2] 중화권 주식시장에서 홍콩H지수 수익률 17%로 제일 높음



주: 1월 28일 종가 기준  
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 3] 주로 에너지, 부동산, 금융 등 시장 기대치가 낮은 업종들의 상승폭이 큼



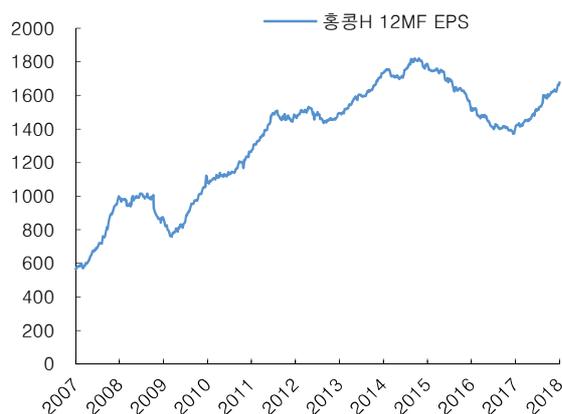
주: 홍콩주식시장 전체 업종별 주가 수익률 기준  
자료: Wind, 한국투자증권

### 강세 배경: 실적 개선과 저평가 매력에 국내외 자금 유입 가속화

홍콩H지수의 강세 배경은 상장사들의 실적 개선과 더불어 저평가 매력이 부각이다. 중국의 안정적인 경기, 장기금리 상승, 부동산 가격 상승률 반등, 유가 상승 등으로, 1월 23일 기준, 홍콩H지수의 12개월 예상 주당순이익은 전년동기대비 18% 증가했고 실적 추정치는 꾸준히 상승 중이다. 반면 펀더멘털의 개선에 비해 홍콩과 본토의 가격 괴리를 보여주는 A/H 프리미엄지수는 128p로, 동일한 종목의 홍콩 주가가 본토 주가 대비 약 22% 할인 거래되고 있었다.

이에 따라 국내외 자금 유입이 가속화되고 있다. 강구통을 통해 홍콩주식을 매입한 본토자금의 누적 규모는 6,865억위안으로, 후/선강통을 통해 해외에서 중국A주를 매수한 규모의 2배다. 특히 올해 1월의 일평균 매수금액은 2.9억원으로 작년 일평균 매수액의 2배로 유입이 가속화되고 있다. 글로벌자금의 유입도 빠르게 늘어나는 중이다[그림5].

[그림 4] 홍콩H지수의 12개월 예상 EPS 추정치 지속 개선 [그림 5] 본토/홍콩(A/H) 가격괴리 다시 확대, 홍콩 저평가

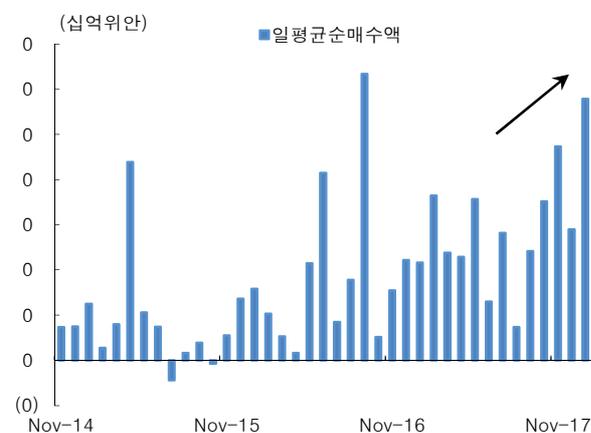


자료: IBES, 한국투자증권



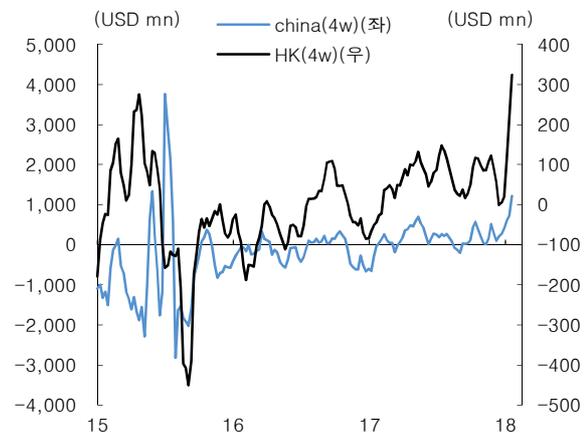
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 6] 강구통 일평균 순매수액 꾸준히 증가



주: 본토에서 강구통을 통한 홍콩주식 일평균 매수금액 추이  
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 7] 중화권 주식시장으로의 글로벌 자금 유입 급증



자료: EPFR, 한국투자증권

**전망: 당분간 강세 흐름 지속, 향후 물가 상승과 달러 방향에 유의**

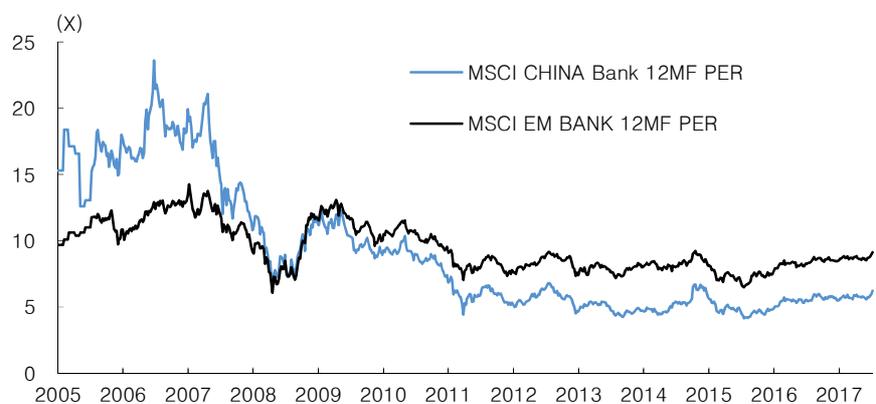
홍콩H지수의 강세 랠리는 당분간 이어질 전망이다. 이는 주로 1)홍콩 은행주들의 밸류에이션(12개월 예상 PER)이 MSCI EM지수의 은행업종에 비해 여전히 저평가되어 있고, 2)중국 본토에서 홍콩에 투자하는 신규 펀드 발행이 꾸준히 늘고 있어 본토자금의 증시 유입이 지속될 것이기 때문이다. 게다가 오는 3월부터 홍콩H지수의 신성장 업종 편입이 시작되면서 당분간 투자 모멘텀은 지속될 것이다.

그러나 2분기에 들어 2가지 요인의 변화에 주목해야 한다. 하나는 중국의 물가 상승 압력이다. 2분기에 접어들어 중국의 소비자물가는 식품 가격의 반등, 낮은 기저효과로 빠르게 상승할 가능성이 높다. 현재 소비자물가 상승률이 1.8%인데, 만약 2분기에 들어 2%대 중 후반으로 빠르게 상승하면 중국 정부의 긴축 기조가 강화되고 금융 규제를 추가 강화할 가능성이 높다. 이는 주식시장의 유동성에 악영향을 미칠 수 있다.

두번째 요인은 달러 방향이다. 통상적으로 홍콩H지수는 달러 방향과 역 상관관계를 갖는다. 작년부터 시작된 달러의 약세는 홍콩 주식시장으로의 수급 개선에 큰 도움이 되었다. 올해에도 달러 약세에 대한 시장 전망이 우세하고 있고 시장도 이러한 전망을 반영하고 있다. 그러나 달러 방향이 이와 다르게 변화할 경우 홍콩 주식시장의 변동성은 확대될 수 있다. 우리는 1차적으로 3월 중순에 있을 미국 통화정책 이벤트와 연준의 연간 미국 금리 인상에 대한 발언에 주목한다.

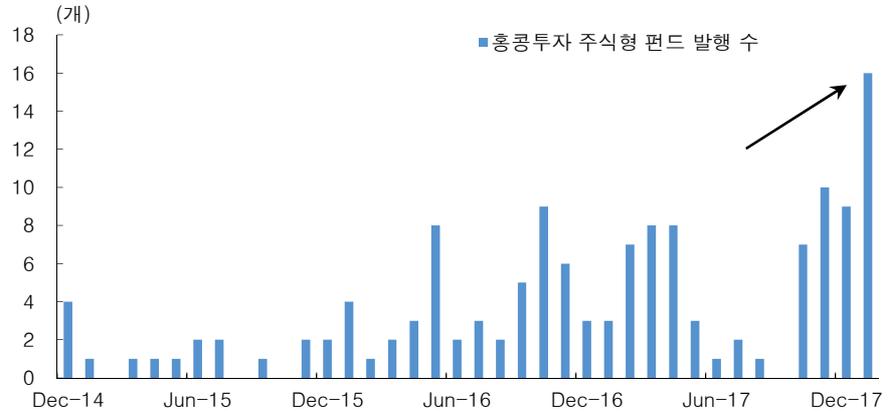
결론적으로 2분기에 들어 홍콩 주식시장의 변동성은 확대될 가능성이 높다. 다만 상기 변동 요인들이 구조적인 변화보다는 일시적인 변화 가능성이 높아 지수의 조정폭은 크지 않을 것이며, 만약 조정폭이 예상보다 매우 클 경우 오히려 매수의 기회로 활용해야 할 것이다.

**[그림 8] 홍콩에 상장된 은행주들의 밸류에이션은 신흥국 은행대비 낮음**



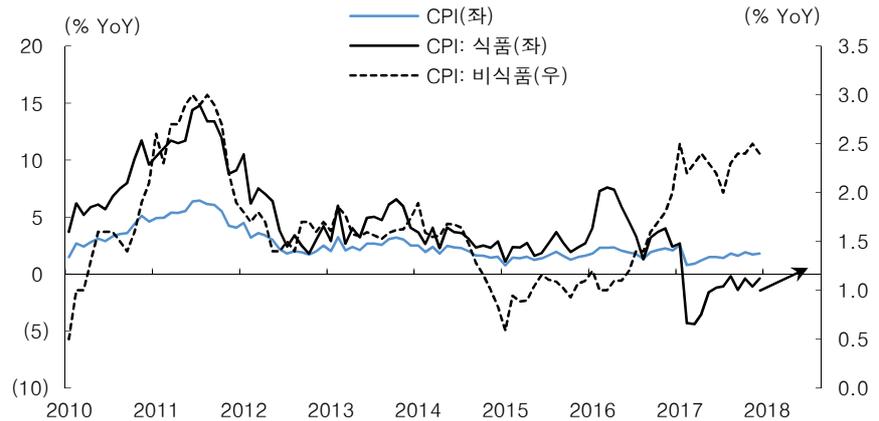
주: MSCI CHINA에 포함된 은행주들은 모두 홍콩에 상장된 중국계 은행으로 홍콩H지수의 은행주와 비슷함  
 자료: IBES, 한국투자증권

[그림 9] 17년 4분기부터 중국에서 강구통 펀드 발행수 빠르게 증가



자료: Wind, 한국투자증권

[그림 10] 식품 가격이 기저효과로 빠르게 반등할 경우, 물가 상승 압력 확대될 것



자료: Wind, 한국투자증권

[그림 11] 홍콩H지수와 달러지수는 역 상관관계, 향후 달러의 방향성에 주목



자료: Bloomberg, 한국투자증권

### Appendix1: 중화권 증시 4주째 강세, 중소형주로 온기 확산

- 상해종합지수 주간(1/22~26) 2.0% 상승하며 강세 랠리 지속
- 기존 차별화 흐름에서 중소형주도 반등하며 온기의 확산 국면 형성
- 특히 저평가 가치주들의 강세가 뚜렷하며 홍콩H지수 주간 4.1% 급등
- 업종별로는 가전(+5.5%), 미디어(+5.3%), 운송(+3.6%), IT 소프트웨어(+3.4%), 석탄(+2.8%) 등 성장주들의 상승폭이 훨씬 높음.
- 이익 추정치는 큰 변화 없음. 전력/유틸리티 업종이 원자재 가격 상승으로 주간 추정치가 소폭 하향

<표1>주요지역/국가별 수익률 및 밸류에이션

	수익률(%)			PE(배)		EPS 성장률(%)		P/B(배)		ROE(%)
	1 주	1 개월	3 개월	2017E	2018E	2017	2017E	2018E	2017	
전세계	2.0	7.3	11.0	16.9	15.4	30.1	2.3	2.2	11.9	
- 선진시장	1.9	6.9	10.5	17.5	16.0	30.6	2.4	2.3	11.7	
- 신흥시장	3.3	9.9	14.7	13.7	12.3	27.4	1.7	1.6	12.0	
상해종합지수	2.0	7.6	4.1	13.9	12.1	30.3	1.6	1.5	11.7	
심천종합지수	1.5	2.7	(3.6)	20.6	16.8	44.3	2.8	2.4	13.1	
CSI300	2.2	8.7	8.9	14.6	12.7	22.7	1.9	1.7	12.5	
CSI500	1.8	2.1	(3.7)	19.4	15.8	53.2	2.2	2.0	10.7	
HSCEI지수	4.1	17.2	17.9	8.8	8.0	21.4	1.0	1.0	12.2	
대만	(0.0)	4.7	4.1	14.3	13.5	14.0	1.9	1.8	14.6	
한국	2.2	4.3	3.1	9.5	8.9	41.3	1.0	1.0	11.0	

주: 1/26일 기준 / 자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표2>업종별주간 EPS 변화를 및 등락을 변화

	수익률(%)			2017 EPS Change (%)		2017 Valuation(X)	
	1W	1M	3M	1W	1M	PER	PBR
석유/석화	2.4	11.1	14.4	0.5	6.2	22.3	1.3
석탄	2.8	5.9	7.3	(0.2)	0.1	12.7	1.5
비철금속	2.2	0.7	(4.9)	(0.2)	(0.2)	27.0	3.2
철강	1.4	5.4	3.7	2.4	4.3	12.9	1.7
화학	0.9	2.4	(7.0)	0.2	1.3	22.6	3.3
건자재	2.7	6.7	3.4	0.6	2.4	19.8	3.1
기계	1.4	0.8	(6.6)	(0.7)	5.3	30.8	3.3
전력설비	1.2	(1.0)	(7.0)	0.2	(0.7)	27.0	3.2
전력/유틸	0.6	(0.7)	(8.0)	(3.2)	(3.5)	20.8	2.2
경공업	0.6	3.5	(7.8)	(0.4)	(0.5)	25.1	4.1
방위	2.5	(0.5)	(9.4)	(0.4)	(1.4)	52.5	3.4
건설	1.6	6.3	(4.8)	(0.0)	(0.2)	13.2	1.7
부동산	2.0	17.6	15.5	2.3	2.4	15.0	2.4
하드웨어	0.6	(0.6)	(7.7)	0.6	0.2	27.1	4.2
통신	(0.1)	(2.2)	(8.4)	0.5	(0.8)	34.2	3.5
소프트웨어	3.4	2.8	(5.7)	0.0	(0.5)	34.4	4.1
운송	3.6	5.4	0.8	1.0	1.0	21.2	2.4
유통	1.7	3.7	(6.1)	6.8	9.4	30.1	2.8
자동차	1.3	1.0	(7.5)	(0.1)	(0.7)	16.2	2.3
레저	2.7	7.9	3.1	0.1	0.1	30.3	3.6
가전	5.5	12.9	12.7	0.0	(0.8)	19.9	3.8
방직/의류	1.2	2.7	(8.3)	0.2	0.3	23.5	3.0
미디어	5.3	4.6	(4.9)	0.2	0.3	27.3	3.8
계약	0.9	2.8	(1.1)	0.6	0.4	35.0	5.1
음식료	1.8	6.9	12.1	0.1	0.1	29.0	5.8
농업	2.4	5.0	0.4	(0.1)	0.7	25.0	3.8
종합	0.6	0.9	(11.4)	0.0	(6.4)	28.9	3.5
은행	2.3	14.2	12.9	(0.2)	(0.1)	8.1	1.0
비은행금융	(0.2)	8.4	5.5	(0.3)	0.1	19.4	2.1

주: 업종별 수익률 및 추정치는 2018년 1월 26일기준 / 자료: Wind, 한국투자증권

### Appendix2: 선별적 기준을 인하여 금리 소폭 하락, 위안화 강세

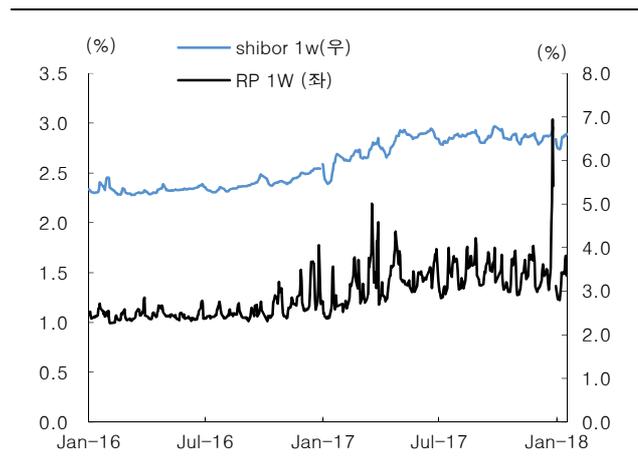
- 장기금리와 단기금리 모두 소폭 하락: 중국 인민은행이 1월 25일부터 보혜금융(普惠金融) 요건에 해당되는 상업은행의 기준율을 선별적으로 인하함으로써 약 3,000~3,500억위안의 유동성이 풀릴 것으로 기대되며 금리는 하향 안정화
  - . 보혜금융은 중소기업, 농업, 학자금 대출 등 계층에 대한 금융 지원 서비스
  - . 보혜금융의 대출잔액이 전체 대출잔액의 1.5% 이상일 경우 기준율 0.5%p 인하하고, 대출잔액이 전체의 10% 이상일 경우 기준율 1%p 인하 가능
- 한편 인민은행은 역RP를 통한 공개시장조작에서 주간 단위로 3,200위안을 회수하며 과도한 유동성 완화를 제한
- 위안화 환율은 6.328위안/달러로 마감. 달러 약세, 인플레이션 상승 기대 속에 주간 1.2% 절상하며 2015년 평가절하 이후의 신고치 기록

[그림 12] 중국 10년물 국채금리와 크레딧 스프레드 추이



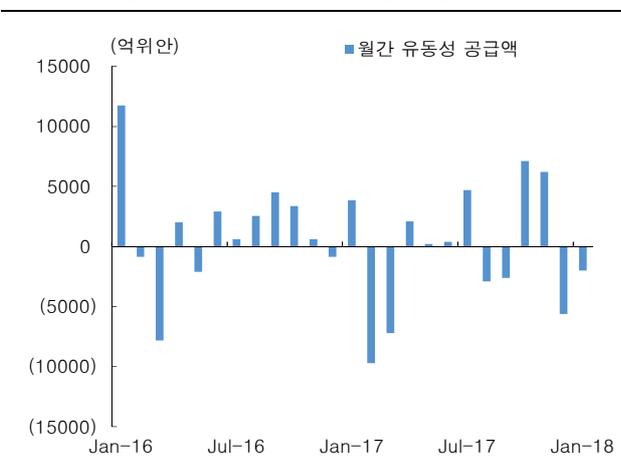
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 13] 중국 은행간시장 단기자금 금리 추이



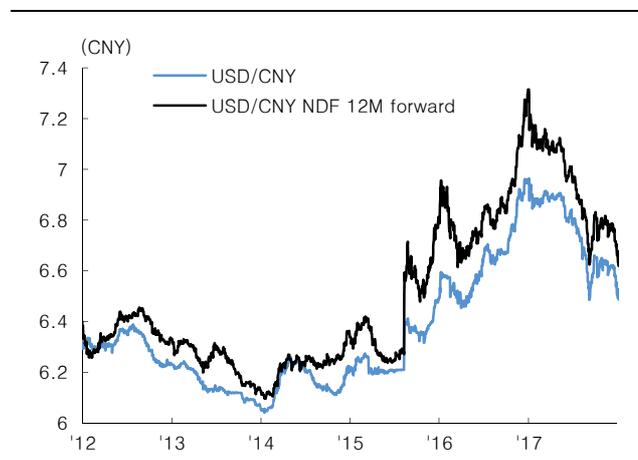
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 14] 중국 인민은행의 월간 유동성 공급 추이



자료: Wind, 한국투자증권

[그림 15] 위안화 환율 및 12개월 위안화 선물환 추이

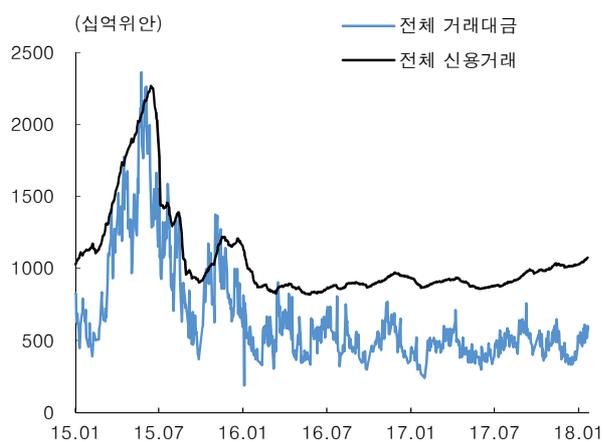


자료: Bloomberg, 한국투자증권

### Appendix3: 거래대금 증가, 외국인 자금 유입 가속화

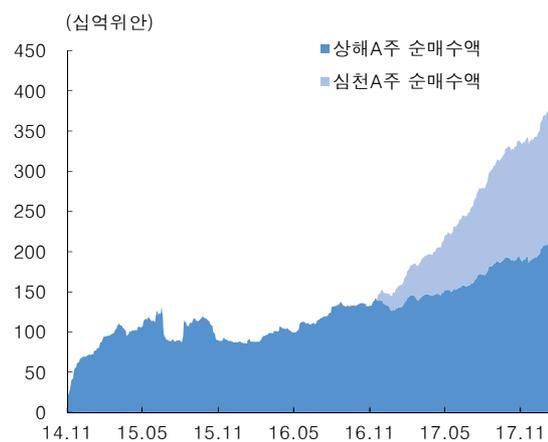
- 중국 본토주식시장의 일평균 거래대금은 5,446억위안으로 직전주 대비 소폭 하락 반면 신용거래잔고는 1.07조위안으로 직전주 대비 약 1.4% 증가. 상해종합지수의 2% 상승에 비해 거래량 급증은 아직 나타나지 않음.
- 외국인들의 자금 유입 가속화. 후구통/선구통을 통한 중국A주의 순매수액은 80.2억위안으로 직전주 43억위안의 2배 수준. 시장 별로는 상해 49.8억위안, 심천 30.3억위안. 또한 글로벌 주식형 펀드의 중화권향 자금 유입도 급증. 24일 주간 유입액은 중국이 31억달러로 직전주의 3배, 홍콩은 5.6억달러로 직전주의 1.7배 수준
- 다음주 중국 주식시장의 수급 부담은 크지 않은 편. 1월 31일과 2월 1일에 발표 예정인 1월 제조업 PMI도 직전치와 비슷하게 발표될 것으로 전망. 따라서 시장은 우상향 흐름을 보일 가능성 높음. 단, 선행지표가 예상보다 부진할 경우 차익매물 출회 가능성에 유의.

[그림16] 중국 주식시장 거래대금 및 신용잔고 추이



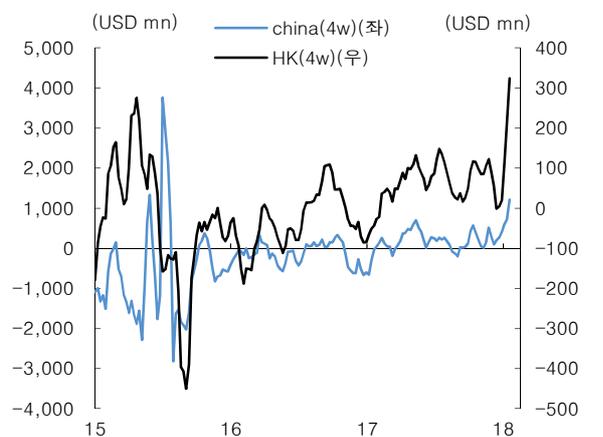
주: 상해와 심천 주식시장 전체  
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 17] 후구통과 선구통의 순매수액 추이



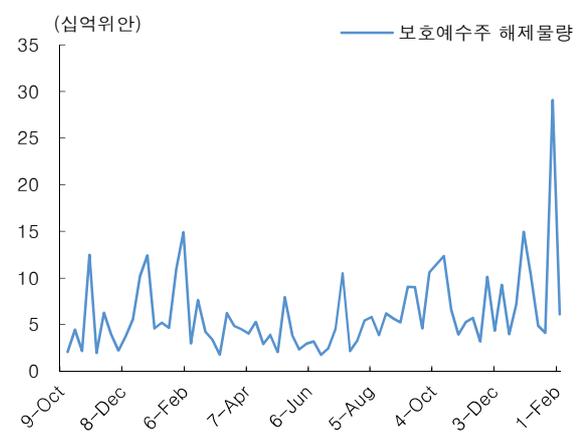
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 18] 중국과 홍콩의 주식형 펀드 플로우



주: 4주 평균기준  
자료: EPFR, 한국투자증권

[그림 19] 중국A주 주간 보호예수 해제물량 추이



주: 보호예수주 해제 예정물량, 2018년 2월 4일까지의 물량  
자료: Wind, 한국투자증권

### Appendix4: 중국과 미국 경제 및 증시 일정

〈표 3〉 주요 경제 및 증시 관련 일정

29(월)	30(화)	31(수)	1(목)	2(금)
美> 12월 개인소득 (n/a, 0.3%, 0.3%) 12월 개인소비지수 (n/a, 0.5%, 0.6%)	美> 1월 Conf.Board 소비재기대 (n/a, 123.1, 122.1)	中> 1월 관방 제조업 PMI (n/a, 51.5, 51.6)  美> MBA 주택용자 신청지수 (n/a, n/a, 4.5%) 1월 ADP취업자 변동(천건) (n/a, 190, 250) 1월 시카고 구매자협회 (n/a, 64.0, 67.8)	中> 1월 차이신 제조업 PMI (n/a, 51.5 51.5)  美> <b>FOMC 금리결정</b> 신규 실업수당 청구건수(천건) (n/a, n/a, 233) 1월 마켓 미국 제조업 PMI (n/a, n/a, 55.5) 1월 ISM 제조업지수 (n/a, 59.0, 59.7) 12월 건설지출 MoM (n/a, 0.4%, 0.8%)	美> 1월 비농업부분 고용자수 변동 (n/a, 188k, 148k) 1월 실업률 (n/a, 4.1%, 4.1%) 12월 제조업수주 (n/a, 0.5%, 1.3%) 12월 내구재 주문 (n/a, n/a, n/a) 1월 미시간대학교 소비자신뢰 (n/a, 95.0, 94.4)

5(월)	6(화)	7(수)	8(목)	9(금)
	美> 12월 무역수지 (n/a, -49.5bn, -50.5bn)	中> 1월 외환보유고 (n/a, n/a, 3,139.9bn)  美> MBA 주택용자 신청지수 (n/a, n/a, n/a)	中> 1월 무역지표(달러기준) - 무역수지 (n/a, n/a, 54.69bn) - 수출 YoY (n/a, n/a, 10.9%) - 수입 YoY (n/a, n/a, 4.5%)  美> 신규 실업수당 청구건수(천건) (n/a, n/a, n/a)	中> 1월 CPI YoY (n/a, n/a, 1.8%) 1월 PPI YoY (n/a, n/a, 4.9%)  美> 12월 도매 재고 MoM (n/a, n/a, n/a)

주: 괄호 안은(발표치, 블룸버그 예상치, 이전치) 순이며 예상치는 변동 가능, 발표일자는 한국시간 기준  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.