신흥국 주식전략

2026년 11월 19일

테크와 배당, 공존의 기술



EM Equity Strategist
신승웅, CFA
☎ (02) 3772-3175
✉ aidenshin@shinhan.com

변동성 국면에서 아웃퍼폼 중인 배당주, 바벨 전략 유효성 확인

글로벌 AI 투자 위축 우려와 위험선호 약화 속 배당주의 상대강세가 돋보인다. 10월 이후 CSI300은 8.6% 하락한 반면 CSI배당지수는 1.5% 상승했다. 같은 기간 TMT(기술주)지수는 16.0% 급락했다. 성장성과 안정성을 동시에 확보하기 어려운 시장 환경이다. 기술주와 배당주를 결합한 바벨 전략이 시장을 아웃퍼폼 할 수 있는 유력한 대안으로 부각된다. 관건은 시장 국면에 따른 비중 조절이다.

성과도 이를 뒷받침한다. 2020년 이후 기술주와 배당주를 각각 50% 편입한 바벨 전략의 누적수익률은 79.3%다. TMT지수(82.7%)와 유사하며 CSI300 TR(14.6%)을 크게 상회한다. 연평균 수익률은 8.9%, 연율화 변동성은 20.6%다. 특히 최대 낙폭(MDD)은 -24.0%로 TMT(-38.3%)와 CSI300 TR(-41.6%) 대비 낮았다. 기술주의 상승 잠재력을 유지하면서 하방 위험을 효과적으로 통제한 조합이다.

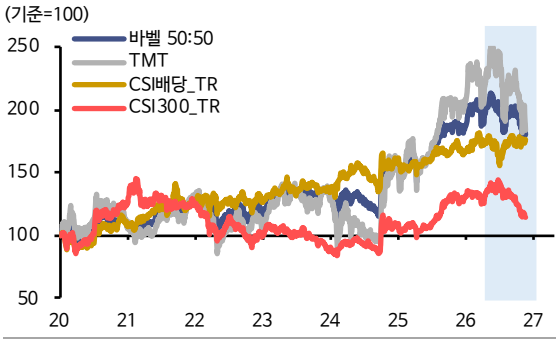
최근 상관관계 변화도 주목할 부분이다. CSI배당지수와 TMT지수 간 60일 이동 상관계수는 2020년 평균 +0.77에서 2025년 +0.28로 하락했다. 올해 상반기 +0.20에서 하반기 -0.13으로 전환됐으며, 11월 중순 -0.17을 기록 중이다. 과창판과의 상관계수는 -0.28까지 낮아졌다. AI 내러티브 약화가 기술주의 조정 압력을 높인 반면, 배당주는 안정적인 현금흐름을 바탕으로 방어적 수요를 흡수한 결과다. 두 스타일의 차별화가 뚜렷해지면서 바벨 전략의 분산효과도 확대됐다.

배당주 밸류에이션 역사적 평균에 근접, 추가 리레이팅 여력 제한

문제는 배당주의 추가 상승 여력이다. 과거와 같은 저평가 매력은 상당 부분 소진됐다. CSI배당지수의 PBR은 0.90배로 최근 10년 평균(0.89배)에 근접했다. 배당수익률과 상대 PER의 관계에서도 밸류에이션 정상화가 확인된다. 현재 CSI배당지수의 12MT 배당수익률은 4.39%로 최근 10년 평균(4.91%)을 하회한다. 반면, 전체 A주 대비 상대 PER은 0.47배로 평균(0.40배)을 상회한다. 역사적 산포도에서 현재 밸류에이션은 추세선에 근접해 고평가로 단정하기 어렵다. 다만 과거 대비 저평가 매력이 약화된 만큼 추가 리레이팅 여력은 다소 제한적이다.

수급 측면에서는 과열 징후가 뚜렷하지 않다. 전체 A주 거래대금에서 CSI배당지수가 차지하는 비중은 지난해 말 2.54%에서 현재 3.69%로 상승했다. 다만 2020년 이후 평균(3.69%)과 유사하며, 2017~2018년 평균(9~10%)을 크게 하회한다. 반면 TMT지수의 거래대금 비중은 지난해 말 33.6%에서 43.0%로 확대됐다. 배당주에 대한 관심이 회복되고 있지만 거래 쏠림이 과도한 수준은 아니다. 밸류에이션 부담에도 수급 과열에 따른 급격한 조정 위험은 제한적인 것으로 판단한다.

2020년 이후 전략별 성과 추이



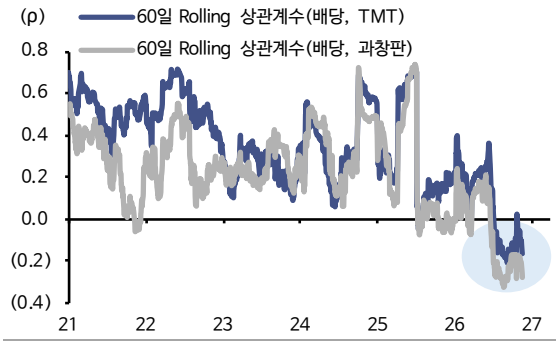
자료: WIND, 신한투자증권

2020년 이후 전략별 성과 및 위험 지표 비교

전략	누적수익률 (%)	연평균 수익률 (CAGR) (%)	변동성 (%)	최대낙폭 (MDD) (%)
바벨 50:50 (배당+테크)	79.3	8.9	20.6	(24.0)
TMT(테크)	82.7	9.2	31.2	(38.3)
CSI배당 TR	75.9	8.5	16.9	(18.4)
CSI300 TR	14.6	2.0	18.9	(41.6)

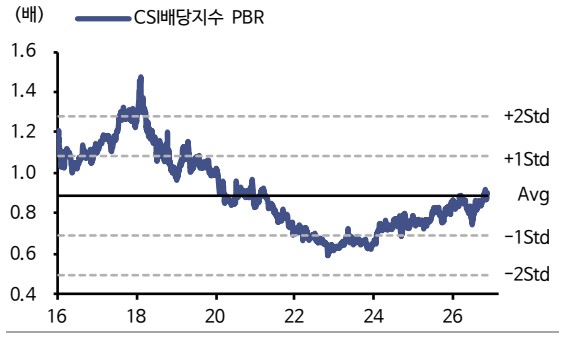
자료: WIND, 신한투자증권

CSI배당지수와 기술주 간의 상관계수



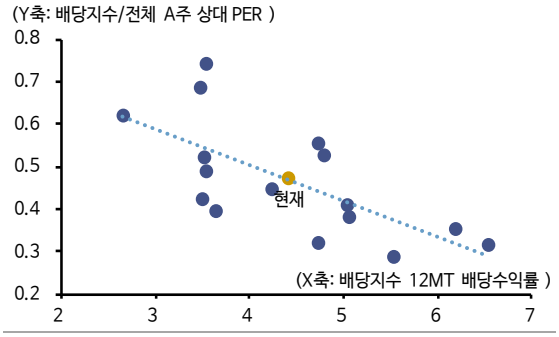
자료: WIND, 신한투자증권

CSI배당지수 밸류에이션 역사적 평균에 근접



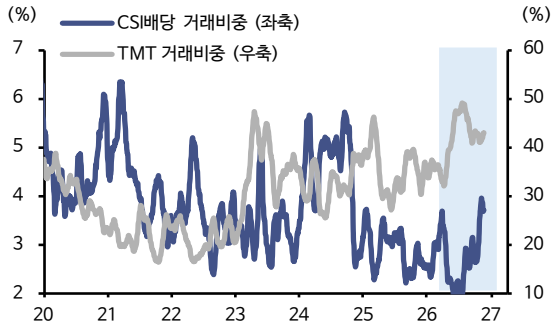
자료: WIND, 신한투자증권

CSI배당지수 배당수익률과 상대 PER 산포도



자료: WIND, 신한투자증권

배당주 거래 쏠림 부담 아주 크진 않아



자료: WIND, 신한투자증권

저금리 국면과 장기자금 유입, 배당주의 구조적 수요 뒷받침

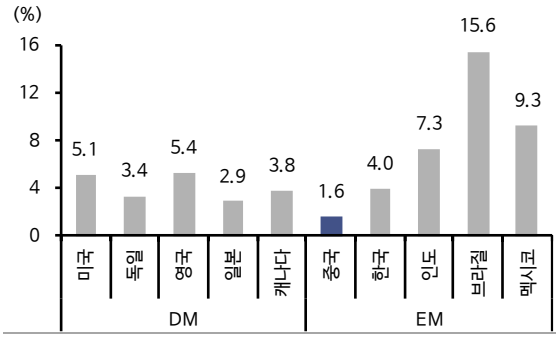
중국 10년물 국채금리 1.6%, CSI배당지수 배당수익률 +4.4%

저금리 국면에서 배당주 투자매력 유효

가격 부담에도 배당주의 투자매력을 뒷받침하는 구조적 요인은 저금리 환경이다. 주요국 국채금리가 높은 수준을 유지하는 가운데 중국의 10년물 국채금리는 1.6%대에 머물러 있다. 미국(5.1%), 한국(4.0%), 독일(3.4%), 일본(2.9%) 등 비교 대상 주요국 중 가장 낮은 수준이다. 경기 회복 지연과 완화적 통화정책 기조를 고려하면 저금리 환경은 내년에도 지속될 가능성이 높다. 채권금리 대비 높은 배당수익률은 안정적인 현금흐름을 확보하려는 투자 수요를 자극한다.

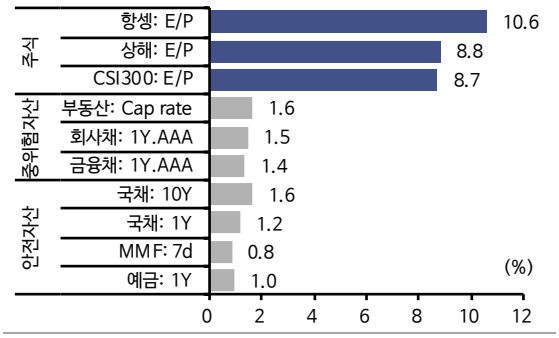
보험자금의 주식시장 유입도 이러한 흐름을 뒷받침한다. 중국 당국은 보험사의 주식 투자비중 확대와 장기 성과평가 도입을 추진하고 있다. 대형 보험사의 국유은행 지분 확대도 확인된다. 저금리와 정책 지원이 맞물리면서 고배당주에 대한 중장기 투자 수요가 확대되는 모습이다. 실제 국채금리 대비 배당수익률의 상대매력은 여전하다. CSI배당지수의 배당수익률은 4.40%로 중국 10년물 국채금리(1.61%)를 279bp 상회한다. 2020년 이후 평균 스프레드(276bp)와 유사한 수준이다. 추가적인 밸류에이션 상승 여력은 제한적이지만, 저금리는 배당주의 안정적인 투자 수요를 뒷받침할 전망이다. 향후 배당주 간 성과 차별화의 핵심은 이익과 현금흐름의 안정성, 배당의 지속가능성에 있다는 판단이다.

주요국 10년물 금리



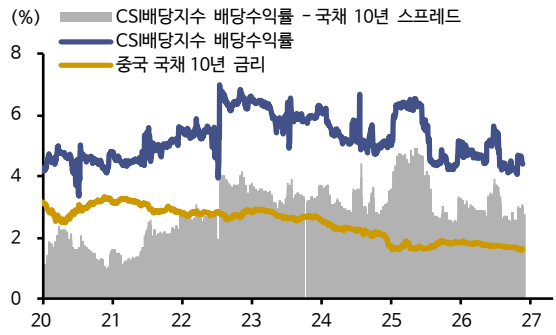
자료: WIND, 신한투자증권

중국 주요 자산 기대수익률



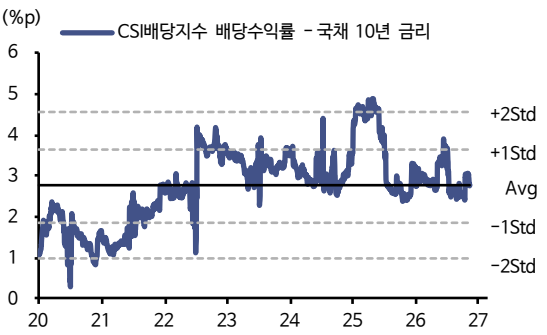
자료: WIND, 신한투자증권

국채금리 대비 매력적인 배당수익률



자료: WIND, 신한투자증권

배당수익률-국채금리 스프레드 추이



자료: WIND, 신한투자증권

중국 A주 고배당주 스크리닝 및 ETF 투자 대안

배당 지속성, 주가 변동성, 이익 성장성을 고려한 스크리닝으로 배당주 선별

은행주는 낮은 PBR과 높은 배당수익률, 전통의약품은 높은 배당성향이 특징

저금리 환경은 배당주 투자에 우호적이지만 기업별 배당 여력과 주가 안정성은 상이하다. 이에 배당의 지속가능성과 주가 안정성을 종합적으로 고려해 고배당주 스크리닝을 진행했다. 선별 기준은 ① 시가총액 100억위안(약 2조원) 이상, ② 배당수익률 3.5% 초과, ③ 연율화 실현변동성 25% 이하, ④ 최근 3년간 배당성향 25% 이상 유지, ⑤ 최근 3년 연속 주당배당금(DPS) 증가, ⑥ 최근 2년간 순이익 증가 및 2026년 이익 성장 예상 기업이다. 배당 이력과 이익 성장성으로 배당의 지속가능성을 점검하고, 시총과 변동성 기준으로 투자 위험을 고려했다.

스크리닝 결과 10개 종목으로 압축됐다. 은행(4개)과 헬스케어(3개)가 다수를 차지했다. 은행주는 배당수익률 4.3~5.9%, PBR 0.5~0.9배로 가격 매력이 돋보인다. 전통의약품 기업은 높은 브랜드 경쟁력과 성숙한 주력제품을 기반으로 적극적인 주주환원을 실시하고 있다. 다만 배당성향이 82~100%에 달해 추가 배당 확대 여력은 이익 성장에 좌우될 전망이다. 메이디그룹은 해외사업과 B2B 사업 다각화로 내수 부진을 일부 상쇄하고 있으며, 초상항구는 성숙한 항만사업과 지분투자 수익을 기반으로 배당을 지급하고 있다. 업종별 배당 재원과 이익 구조가 상이한 만큼 현금창출력과 배당 지속가능성을 함께 점검할 필요가 있다.

중국 A주 고배당 관련주

구분	종목명	종목코드	업종	배당수익률	배당성향		배당성장률		실현변동성	PBR	52주 수익률
					24Y	25Y	24Y	25Y			
				(%)	(%)	(%)	(% YoY)	(% YoY)	(%)	(배)	(%)
1	상해은행	601229.SH	금융	5.9	30.2	30.5	8.7	4.0	18.8	0.5	(8.2)
2	동아아교	000423.SZ	헬스케어	5.3	99.8	100.0	35.6	11.8	24.3	3.5	14.8
3	운남백약	000538.SZ	헬스케어	4.7	90.1	90.1	15.5	8.5	13.8	2.5	5.0
4	초상은행	600036.SH	금융	4.6	34.0	33.9	1.4	0.8	17.8	0.9	7.4
5	링루이제약	600285.SH	헬스케어	4.6	70.6	82.1	12.5	22.2	24.4	3.9	13.8
6	상해농상은행	601825.SH	금융	4.6	33.9	34.1	14.0	0.7	21.9	0.7	14.6
7	메이디그룹	000333.SZ	경기소비	4.5	69.3	73.2	16.7	22.9	20.1	3.2	25.7
8	충칭농상은행	601077.SH	금융	4.3	30.0	30.0	5.6	5.4	21.1	0.6	13.6
9	초상항구	001872.SZ	산업재	3.8	40.7	43.0	27.6	8.0	22.1	1.0	35.9
10	Sumec	600710.SH	산업재	3.6	42.0	40.0	11.8	12.5	24.8	1.7	14.1

자료: WIND, 신한투자증권

주: 1) 배당수익률 > 3.5%, 2) 최근 3년 연속 배당성향 > 25%, 3) 최근 3년 연속 배당성장률·EPS성장률 (+), 4) 실현변동성 < 25%

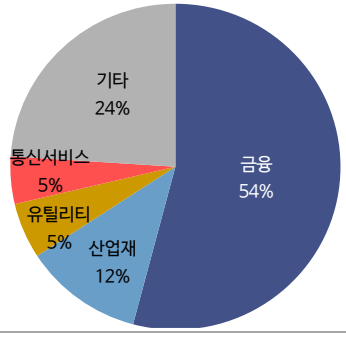
개별주 투자 대안으로 고배당 ETF 활용

대표 ETF는 Huatai 배당로우볼 ETF와 E-Fund CSI배당 ETF

개별주 투자가 부담스럽다면 배당주 ETF를 통한 분산투자도 대안이다. Stock Connect(후선강퉁)를 통해 외국인이 투자할 수 있는 주요 배당 ETF 10개를 선정했다. 대표 ETF는 Huatai 고배당로우볼 ETF(512890.SH)와 E-Fund CSI배당 ETF(515180.SH)다. 운용자산은 각각 318억위안(약 6.4조원), 191억위안(약 3.8조원)이며 배당수익률은 각각 4.5%, 4.4% 수준이다.

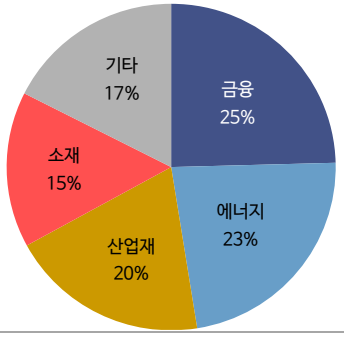
두 ETF는 유사한 배당수익률에도 업종 구성이 상이해 투자 성격이 다르다. Huatai 배당로우볼 ETF는 금융 비중이 54.1%에 달하는 방어형 상품이다. 반면 E-Fund CSI배당 ETF는 금융(24.6%), 에너지(22.9%), 산업재(19.6%) 등으로 분산돼 경기민감 업종의 비중이 높다. 최근 3개월 수익률도 각각 9.3%, 2.4%로 차별화됐다. 변동성 관리와 안정적인 배당을 중시한다면 배당로우볼 ETF, 업종 분산과 경기 회복에 따른 상승 여력을 고려한다면 일반 배당 ETF가 대안이다.

Huatai 배당로우볼 ETF 섹터 비중



자료: WIND, 신한투자증권

E Fund CSI배당 ETF 섹터 비중



자료: WIND, 신한투자증권

중국 주요 고배당 ETF 리스트

구분	ETF명	종목코드	AUM (억위안)	배당수익률 12MT (%)	수익률 1M (%)	수익률 3M (%)	편입종목 Top3
1	Huatai 배당로우볼 ETF	512890.SH	318.2	4.5	3.6	9.3	난징은행, 상해은행, 평안은행
2	Southern 배당로우볼50 ETF	515450.SH	208.2	4.4	4.5	10.4	격력전기, Youngor, 오량액
3	Huatai 배당 ETF	510880.SH	200.3	4.3	(0.1)	3.8	COSCO, 광휘에너지, 중곡물류
4	E-Fund CSI배당 ETF	515180.SH	190.6	4.4	0.4	2.4	COSCO, 광휘에너지, 중곡물류
5	Bosera CSI배당로우볼 ETF	159307.SZ	64.7	4.5	2.9	6.0	중국철도, 대진철도, Youngor
6	Harvest CSI300배당로우볼 ETF	515300.SH	42.7	4.2	3.7	10.4	격력전기, 쌍휘발전, 메이디그룹
7	Huatai 중앙국유기업배당 ETF	561580.SH	28.5	4.2	1.4	7.1	COSCO, 초상기선, 페트로차이나
8	CM 배당퀄리티 ETF	159209.SZ	25.6	3.8	(1.2)	(6.4)	마오타이, 전투에너지, 37게임즈
9	Guotai 상해국유기업배당 ETF	510720.SH	21.7	4.5	(1.7)	(1.3)	COSCO, 연광에너지, 산매국제
10	ICBCCS 선전배당 ETF	159905.SZ	16.0	3.9	0.0	(10.8)	메이디그룹, CATL, 격력전기

자료: WIND, 신한투자증권

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 신승웅).
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.