true friend 한국투자증권

China Strategy

2026 중국 전략: 3년 연속 강세장의 마지막 퍼즐

Nov. 3

정정영 | jyjeong@koreainvestment.com

China Strategy

Contents

Ⅰ. 3년 연속 상승은 역사적인 기록 3

1. 25년동안 2번밖에 없었던 3년 연속 강세장
2. 2025년과 달라질 수 있는 시장 색깔

Ⅱ. 강세장을 설명할 마지막 퍼즐 8

1. 향후 5년 계획 최우선 과제는 경제성장과 기술자립
2. 정책 기조는 바뀌었고…
3. …물가가 따라올 차례
   CPI: 서비스형 재화 소비 자극 전망
   PPI: 불필요한 생산능력 퇴출 가속화
4. 미국과의 연결고리 약화. 본격적인 내수 확대

Ⅲ. 투자전략 57

1. 2026년 중국은 물가 정상화 사이클 대비할 때
2. 본토는 소비/소재, 홍콩은 정보기술/부동산

China Strategy

2026 중국 전략: 3년 연속 강세장의 마지막 퍼즐

중국, 역사를 앞둔 상황

중국 주식시장은 2024-2025년 강세장을 거쳐 2026년을 맞이한다. 2000년 이후 3년 연속 상승한 경험은 단 두차례에 불과하다. BRIC의 시대였던 2005-2007년, 선진국 금융위기 이후 대규모 부양책이 단행됐던 2012-2014년이다. 2026년까지 중국 주식시장 강세가 이어진다면 역사적인 기록이 될 수 있다.

역사에 기록되기 위한 마지막 퍼즐 – 물가

3년 연속 강세장 실현 여부를 앞두고 있는 만큼 이를 증명할 분명한 카드가 필요하다. 우리는 중국 물가의 개선이 마지막 퍼즐로 작용할 것으로 전망한다. 2024-2025년의 상승이 정책기조 전환(기업규제 완화 & 재정지출 확대)에 따른 밸류에이션 멀티플 정상화 효과였다면, 2026년부터는 실질적인 펀더멘탈(물가 반등 & 가계 소득/소비 증가) 개선이 뒤따라와야 하는 시점이다.

오랜 기간 준비해 온 미국과의 디커플링이 점진적으로 성과를 보이고 있다. 대외 불확실성에 대응하기 위해 소진해야 할 노력보다 대내 안정화에 더 많은 자원을 투입할 수 있는 여력이 확보되고 있다. 15차 5개년 계획 기간(2026-2030년) 동안 중국 정책의 중점은 내수 확대가 될 것이며, 이는 물가 상승 탄력을 키워주는 핵심 요인으로 받아들여질 것으로 예상한다.

중국주식 비중확대: 2025년과는 다른 스타일로

본토보다 홍콩 증시를 선호한다. 역사적으로 중국주식이 강세장을 보이는 구간에서는 홍콩이 본토보다 견조한 흐름을 보여왔다.

스타일 측면에서는 2025년과 다른 전략이 필요할 것으로 생각한다. 물가와 기업 실적이 동반 개선되면서 상승장을 보였던 2016-2017년 사이클을 고려해본다면 2025년 상대적으로 부진했던 섹터에서 기회가 확인될 때라고 생각한다. 본토는 소비/소재, 홍콩은 정보기술/부동산을 제시한다.

2026년 상해종합지수 밴드는 3,650-4,560pt(예상 PER 13.2-15.3배), 홍콩H지수 밴드는 8,550-11,010pt(예상 PER 9.9-11.7배)로 제시한다.

I. 3년 연속 상승은 역사적인 기록

1. 25년동안 2번밖에 없었던 3년 연속 강세장

MSCI CHINA 기준
2000년 이후 2차례에 불과:
2005-2007, 2012-2014

2025년 MSCI CHINA는 38% 올랐다. 2024년에 이어 2년 연속 상승하고 있다. 정책 전환 및 유동성 확장에 따른 밸류에이션 멀티플 개선 효과가 시장에 반영됐다. 3년 연속 상승은 이례적이다. MSCI CHINA 기준, 지난 25년간 단 2차례(2005-2007년, 2012-2014년)밖에 없었다. 본토 증시 벤치마크지수인 CSI300은 단 한번도 겪지 못했다. 2005-2007년은 BRIC의 시대였다. 2006년 중국/러시아/인도/브라질 외무장관 고위급회담에 이어 2009년 첫 정상회담을 개최하면서 신흥국을 대표하는 그룹으로 평가받기 시작했다. 2012-2014년은 서방의 경제 리스크 이후 회복되는 구간에서 나타난 전세계적인 상승장과 함께했다. 2010년 그리스 부채 위기를 시작으로 2011년 미국 신용등급 강등, 유럽 재정위기를 거치면서 적극적인 부양책이 뒤따라왔다. 2012-2014년 MSCI ACWI는 +39% 올랐다.

<표 1> 2000년 이후 중화권 증시 주요지수 수익률 (단위: %)

시기	MSCI CHINA	상해종합	CSI300	과창판50	창업판	홍콩항생	홍콩H	항생테크
2000년	(32)	52				(11)	(18)	
2001년	(26)	(21)				(24)	8	
2002년	(16)	(18)	(16)			(18)	13	
2003년	81	10	8			35	152	
2004년	(1)	(15)	(16)			13	(6)	
2005년	16	(8)	(8)			5	12	
2006년	78	130	121			34	94	
2007년	63	97	162			39	56	
2008년	(52)	(65)	(66)			(48)	(51)	
2009년	59	80	97			52	62	
2010년	2	(14)	(13)		14	5	(1)	
2011년	(20)	(22)	(25)		(36)	(20)	(22)	
2012년	19	3	8		(2)	23	15	
2013년	0	(7)	(8)		83	3	(5)	
2014년	5	53	52		13	1	11	
2015년	(10)	9	6		84	(7)	(19)	10
2016년	(1)	(12)	(11)		(28)	0	(3)	11
2017년	51	7	22		(11)	36	25	51
2018년	(20)	(25)	(25)		(29)	(14)	(14)	(38)
2019년	21	22	36		44	9	10	36
2020년	27	14	27	39	65	(3)	(4)	79
2021년	(23)	5	(5)	0	12	(14)	(23)	(33)
2022년	(24)	(15)	(22)	(31)	(29)	(15)	(19)	(27)
2023년	(13)	(4)	(11)	(11)	(19)	(14)	(14)	(9)
2024년	16	13	15	16	13	18	26	19
2025년	38	19	20	50	51	32	30	38
2026년								

자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

2. 2025년과 달라질 수 있는 시장 색깔

본토 내수주는 상대적으로 소외

업종별로는 차별화가 나타난다. 본토 증시 정보기술/통신/유틸리티 업종은 2010년대 들어 3년 연속 상승세를 이어간 경험이 가장 많았다. 산업재/소재도 상대적으로 많은 편에 속한다. 반면 경기/필수소비와 헬스케어, 금융 그리고 부동산은 상반된 모습을 보인다. 특히 필수소비와 부동산은 지난 25년간 단 한번도 3년 연속의 강세장을 경험한 적 없다. 모두 2년이 최대였다.

2019-2021년 상해종합지수의 유일한 3년 연속 상승장에서 같이 강세를 보인 업종은 소재/산업재/정보기술/유틸리티 등이다. 중국 내수 경제와 관련 업종에 대한 관심은 상대적으로 적은 반면 기술 및 성장주 중심으로 자금이 많이 집중된 것으로 확인된다.

<표 2> 2000년 이후 본토 증시 섹터별 수익률 (단위: %)

시기	에너지	소재	산업재	경기소비	필수소비	헬스케어	금융	정보기술	통신	유틸리티	부동산
2000년	73	67	56	58	62	62	33	50	73	65	54
2001년	(22)	(22)	(25)	(20)	(28)	(24)	(23)	(36)	(27)	(20)	(26)
2002년	(17)	(20)	(19)	(18)	(22)	(14)	(20)	(26)	(26)	(20)	(20)
2003년	22	4	(3)	(8)	(20)	(17)	(9)	(10)	47	24	(19)
2004년	(8)	(15)	(9)	(28)	(14)	(18)	(25)	(9)	(18)	(22)	(24)
2005년	(11)	(13)	(13)	(12)	(2)	(13)	2	(25)	(7)	(13)	(6)
2006년	97	104	95	104	164	76	190	58	85	48	161
2007년	200	205	177	175	137	191	136	121	160	187	170
2008년	(68)	(69)	(62)	(63)	(55)	(46)	(65)	(58)	(58)	(55)	(65)
2009년	136	125	91	151	103	102	106	129	48	47	113
2010년	(25)	3	8	(2)	21	28	(23)	21	(25)	(13)	(23)
2011년	(13)	(35)	(34)	(27)	(16)	(28)	(12)	(37)	(6)	(17)	(22)
2012년	(2)	2	(1)	3	(1)	10	18	(6)	(31)	6	32
2013년	(23)	(10)	11	26	(2)	36	(9)	57	35	5	(12)
2014년	24	44	59	33	21	18	93	38	38	73	74
2015년	(8)	41	46	70	39	69	2	113	47	20	53
2016년	(4)	(8)	(15)	(15)	(0)	(13)	(8)	(24)	(7)	(16)	(19)
2017년	2	7	(6)	1	25	6	17	2	(14)	(4)	4
2018년	(26)	(34)	(32)	(33)	(21)	(26)	(17)	(34)	(29)	(17)	(27)
2019년	8	26	19	25	65	37	38	53	22	9	26
2020년	(6)	32	29	30	68	49	5	25	(9)	5	(9)
2021년	36	40	24	(0)	(4)	(4)	(8)	13	(11)	34	(10)
2022년	11	(22)	(18)	(16)	(13)	(20)	(12)	(29)	9	(14)	(7)
2023년	17	(14)	(9)	(2)	(13)	(7)	(0)	3	26	2	(26)
2024년	12	(0)	11	18	(4)	(13)	38	13	9	15	(0)
2025년	7	45	28	17	1	22	12	50	22	8	11
2026년											

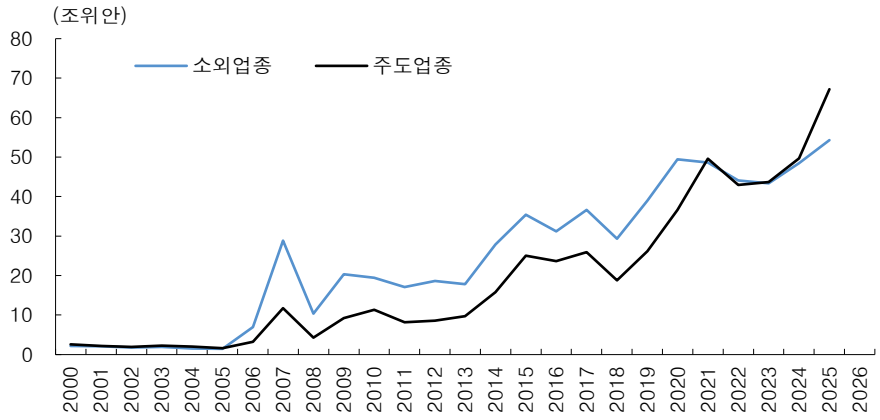
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

2026년은 상대적으로 소외된 사이클 주식을 볼 때

3년 연속 상승장 경험 여부/강도를 기준으로 주도업종(정보기술/통신/유틸리티/산업재/소재)과 소외업종(에너지/경기소비/필수소비/헬스케어/금융/부동산)을 나눠서 본다면 2026년 본토 주식시장에 섹터 로테이션이 나타날 가능성을 열어 둘 필요가 있어 보인다.

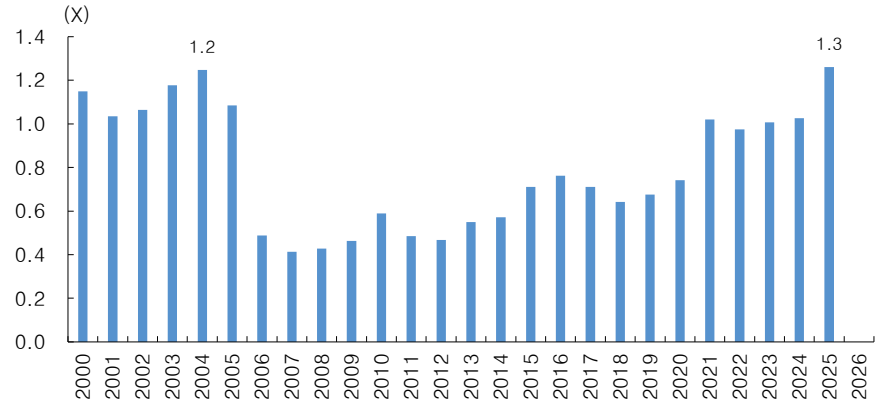
현재 주도업종의 시가총액은 2023년부터 3년 연속 소외업종을 상회하고 있다. 이 가운데 소외업종 대비 주도업종의 시가총액 비율은 2008-2009년을 저점으로 추세적으로 상승해 2004년 이후 최고 수준으로 올라있다. 지난 25년 동안의 한 계점에 다다른 상황이다. 소외업종에 대한 관심이 나타날 수 있는 시점이다.

[그림 1] 주도업종 시가총액이 2023년 이후 3년 연속 소외업종을 상회



주: 소외업종은 에너지/경기소비/필수소비/헬스케어/금융/부동산, 주도업종은 정보기술/통신/유틸리티/산업재/소재
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 2] 주도/소외업종 시가총액 비율은 2003년 전고점 수준까지 상승



주: 소외업종은 에너지/경기소비/필수소비/헬스케어/금융/부동산, 주도업종은 정보기술/통신/유틸리티/산업재/소재
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

홍콩도 소비/부동산이 소외 업종

홍콩 증시는 본토와 상반된 모습을 보이고 있다. 2000-2015년 다수 업종에서 3년 연속 상승장이 나타나고는 했으나 그 이후부터는 유의미하게 강세 흐름을 지속하는 업종이 부재하다. 최근 상승장을 이어가고 있는 업종은 에너지와 통신에 불과하다. 두 섹터는 제로코로나와 산업 규제가 한창이었던 2021년부터 5년 연속 오르는 모습을 보여줬다. 2000년 이후 에너지는 7년(2001-2007), 통신은 5년(2002-2007) 연속 강세를 유지한 경험이 있다.

다만 특히 공백기가 긴 업종은 본토와 유사한데, 경기/필수소비와 부동산이다. 3개 섹터 모두 2009년 이후 3년 연속의 상승장을 경험해 본적 없는 업종이다.

<표 3> 2000년 이후 홍콩 증시 섹터별 수익률

(단위: %)

시기	에너지	소재	산업재	경기소비	필수소비	헬스케어	금융	정보기술	통신	유틸리티	부동산
2000년	(27)	(24)	(12)	(27)	21	(19)	8	(35)	(39)	17	(9)
2001년	6	26	(26)	(30)	29	(29)	(19)	(14)	(37)	(4)	(16)
2002년	27	(4)	4	(19)	16	(25)	(7)	(32)	(34)	8	(28)
2003년	100	185	41	62	59	80	45	49	29	21	39
2004년	14	(4)	(14)	12	2	(13)	7	(13)	5	21	30
2005년	28	12	(4)	21	21	19	(4)	39	28	4	4
2006년	62	87	(13)	49	73	81	39	54	77	23	39
2007년	74	80	33	44	52	79	18	13	82	31	50
2008년	(55)	(74)	(59)	(62)	(36)	(29)	(43)	(63)	(44)	(28)	(58)
2009년	77	115	84	78	105	131	58	205	(5)	16	61
2010년	17	4	38	21	4	6	(1)	(7)	8	6	4
2011년	(15)	(42)	(45)	(24)	(20)	(23)	(25)	(19)	3	3	(27)
2012년	13	8	12	17	8	11	24	37	12	15	43
2013년	(16)	(22)	0	23	16	31	3	70	(10)	14	(10)
2014년	(17)	(1)	5	(21)	(22)	11	8	9	11	6	3
2015년	(31)	(19)	(6)	(15)	(22)	(1)	(10)	22	(5)	(8)	(3)
2016년	14	21	(8)	(3)	2	(10)	(3)	18	(6)	(7)	(2)
2017년	11	30	39	51	33	48	31	92	(1)	16	49
2018년	(3)	(30)	(21)	(28)	(14)	(27)	(15)	(30)	(3)	1	(10)
2019년	(4)	(0)	22	15	27	36	7	24	(10)	(1)	16
2020년	(34)	30	30	38	28	49	(7)	70	(30)	(9)	(16)
2021년	21	9	(2)	(6)	(18)	(28)	(7)	(32)	1	18	(19)
2022년	17	(15)	(38)	(25)	(14)	(22)	(6)	(25)	7	(30)	(21)
2023년	20	(3)	(21)	(15)	(27)	(27)	(6)	(18)	18	(11)	(31)
2024년	24	12	8	2	(10)	(20)	21	43	21	11	(12)
2025년	12	135	28	39	15	75	32	54	13	6	19
2026년											

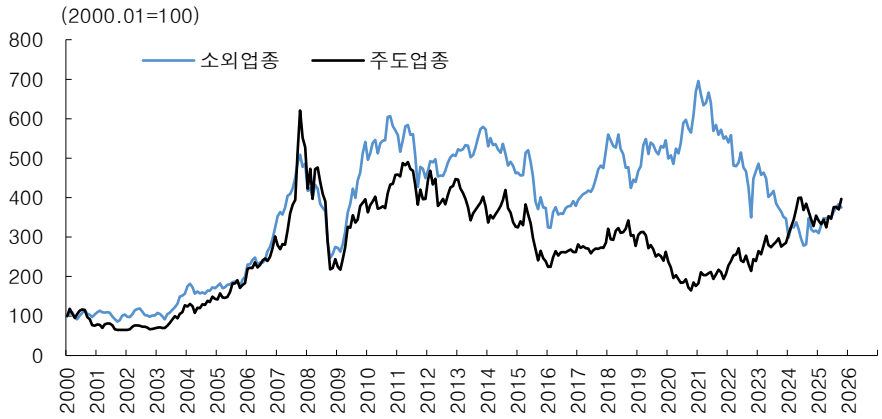
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권 자료: 한국투자증권

2025년과 달라질 수 있는 환경

본토와 마찬가지로 3년 연속 상승장 경험 여부/강도를 기준으로 주도업종(에너지/통신)과 소외업종(부동산/경기소비/필수소비)을 나눠서 본다면 홍콩에서도 섹터 로테이션이 나타날 수 있는 시점이라고 생각한다.

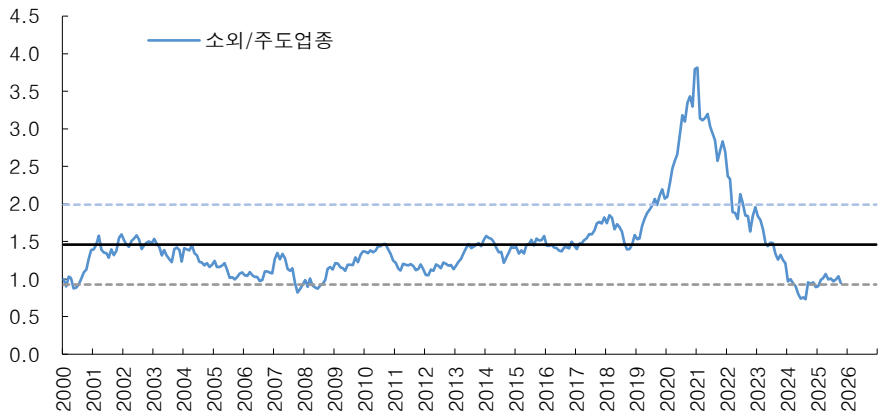
2000-2017년까지 유사하게 움직여왔던 소외/주도업종은 2019-2020년을 지나면서 본격적으로 디커플링을 보였다. 주도업종으로 분류된 에너지와 통신 업종 모두 2020년 한 해에만 -30%대 하락했기 때문이다. 이로 인해 소외/주도업종의 상대강도는 2020년을 지나면서 과거 패턴을 크게 벗어났고, 2021년 이후 약 3년의 조정을 거치면서 2000년 이후 평균-1표준편차 수준까지 낮아졌다. 현 위치에서는 상대강도의 추가 하락보다 반등 시나리오가 유효할 수 있다.

[그림 3] 유사한 흐름 보여왔던 소외 & 주도 업종은 2019-2020년 거치면서 디커플링



주: 소외업종은 부동산/경기소비/필수소비, 주도업종은 에너지/통신
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 4] 소외/주도업종 상대강도는 25년 평균-1표준편차까지 하락 이후 방향성 탐색



주: 소외업종은 부동산/경기소비/필수소비, 주도업종은 에너지/통신
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

II. 강세장을 설명할 마지막 퍼즐

1. 15차 5개년 계획 최우선 과제는 경제성장과 기술자립

2017년 이후 다시 등장한 '고품질발전'

향후 5년에 대한 7개 목표와 12개 주요 정책 제시

중국 경제발전 로드맵을 그리는 4중전회가 종료되고 〈15차 5개년(2026-2030) 계획〉 초안(〈건의〉)이 공개됐다. 2026년 3월 양회에서 구체적인 목표를 포함한 최종안을 통과시킬 예정이다.

향후 목표는 ①고품질발전 뚜렷한 성과 도출, ②과학기술 자립자강 수준 큰 폭으로 향상, ③전면 개혁심화의 새로운 돌파구 확보, ④사회문명 수준 제고, ⑤인민 삶의 질 제고, ⑥아름다운 중국 건설 관련 중대 진전, ⑦국가안보 강화 등 7가지로 제시됐다.

5년의 노력을 통해 2035년까지 ① 경제/기술/국방/종합국력/국제영향력을 크게 키우고, ②1인당GDP를 중진국 수준으로 끌어올리며, ③인민 행복을 통해, ④사회주의 현대화를 기본적으로 달성하겠다는 의지까지 피력했다.

12가지 주요 정책으로는 ①현대화 산업체계 구축 및 실물경제 기초 강화, ②기술 자립 가속화 및 신품질생산력 발전, ③내수시장 확대 및 새로운 발전 구조 형성, ④사회주의 시장경제체제 구축 및 고품질발전 동력 강화, ⑤대외개방 확대 및 협력/상생 강화, ⑥농업/농촌 현대화 및 전면 부흥, ⑦지역경제 균형 발전, ⑧민족문화 혁신/창조활력 자극 및 사회주의문화 발전, ⑨민생 보장 강화 및 공동부유 추진, ⑩친환경 전환 가속화, ⑪국가안보 체계 및 능력 현대화 추진, ⑫국방 및 군대 현대화 고품질 추진 등을 제시했다.

5개년 목표는 최근 중국의 정책 방향성에 부합하는 것으로 평가한다. 2017년 19차 당대회에서 등장한 고품질발전은 기존 양적 성장 중심에서 질적 발전으로의 경제 모델 전환으로 평가받았다. 향후 5년동안 뚜렷한 성과를 도출하겠다는 목표는 향후 체질 개선이 가속화될 것임을 시사한다. 내수확대(대외 의존도 축소), 공급개혁(산업 구조조정), 대외개방(서비스 부문 개방) 확대가 핵심 키워드다.

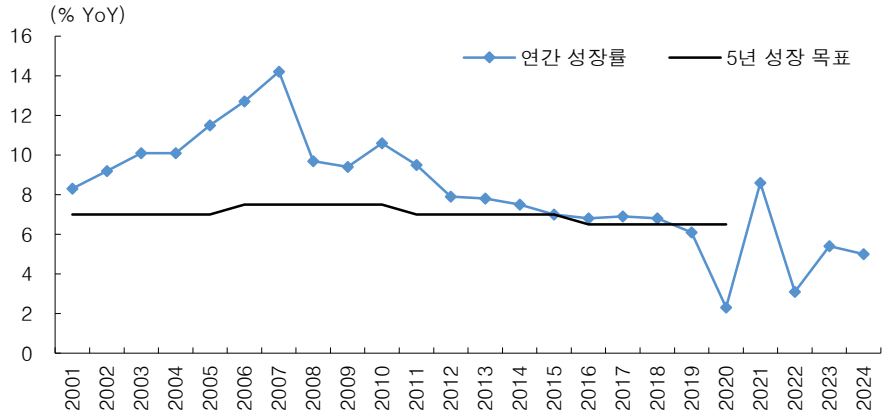
안정적인 경제 성장을 최우선 과제로 선정

고품질발전의 최우선 과제로 경제성장 유지 제시

고품질발전의 뚜렷한 성과 도출을 위해 중국이 제시한 첫번째 과제는 '합리적인 수준의 경제성장 유지'다. 14차 5개년 계획(2021-2025)에서는 이례적으로 성장률 목표 제시를 하지 않았다. 이는 7차 계획에서 성장 목표를 제시한 이래 처음이었고, 방향성의 부재를 야기했다. 제로코로나, 산업규제(빅테크, 부동산, 사교육, 게임 등)까지 더해지면서 중국의 구조적 침체 시나리오가 언급됐던 기간이다.

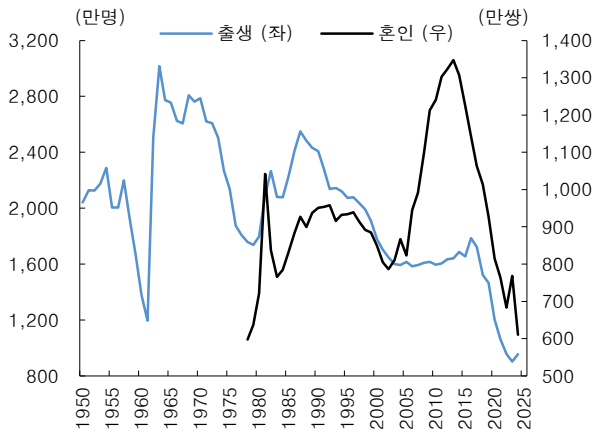
2026년 3월 양회를 통해 확정될 15차 5개년 계획 최종안에서 다시 성장률 목표를 구체화할 가능성을 주목한다. 최근 5년 중국이 제시한 목표들로 본다면 '5% 전후' 수준으로 예상된다. 이어서 총요소생산성 향상 & 가계소비율의 뚜렷한 제고 & 내수의 경제성장 견인 강화 등 산업 고도화와 소비국가 전환 통한 국가 경쟁력 확보 모델을 고수하겠다는 의지를 다시 한 번 피력했다. 여기에, 소비촉진 특별행동을 시행할 예정이며 소비자 직접지원 형태의 정책 강화를 시사했다.

[그림 5] 14차 5개년 계획(2020-2025년)에는 이례적으로 경제성장 목표 미제시



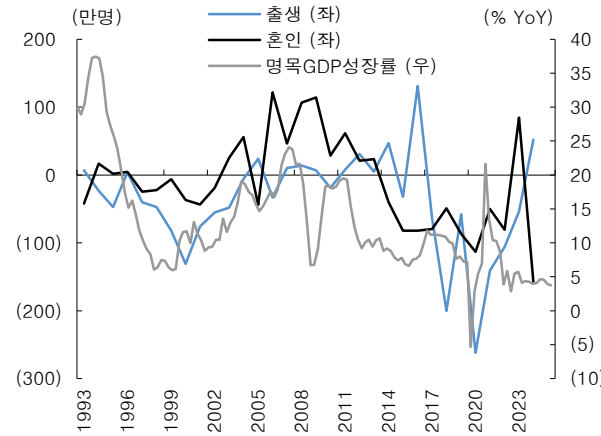
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 6] 중국 출생 & 혼인은 집계 이래 최저



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 7] 출생/혼인 감소는 경제 하방압력으로 작용



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

<표 4> 15차 5개년 계획 12대 주요 정책 방향

	주요 정책	내용	세부 사안
1	현대화 산업체계 구축 실물경제 기초 강화	- 경제 발전의 중점은 실물경제. 스마트화/친환경화/융합 - 제조/품질/항공우주/교통/네트워크 강국 건설 가속화 - 합리적인 제조업 비중 유지 - 첨단제조업 주축으로 하는 현대화 산업 체계 구축 - 전통 산업 업그레이드. 신흥/미래산업 육성 - 서비스업 우수/효율적인 발전 촉진. 현대화 인프라 체계 구축	- 광업, 야금, 화학, 경공업, 방직, 기계, 선박, 건축 등 분야 글로벌 지위/경쟁력 강화 - 산업 배치 효율화. 중점 산업의 중국 내 이전 촉진 - 서비스업 개방 확대 - 신형인프라 적정 선제적 건설 - **4대 전략적 신흥산업, 6대 미래산업 제시**
2	기술 자립 가속화 신품질생산력 발전	- 교육/과학기술/인재 강국 건설 통합 추진 - 자주혁신 능력 전면 강화 - 원천기술 강화 및 기술적 어려움 돌파 - 디지털 중국 건설 추진	- **원천혁신 및 핵심기술 돌파 강화** **집적회로/공작기계/기초소프트웨어/첨단소재/바이오 등** - 청년기술인재 혁신/창업 지원 - 'AI+ 이니셔티브' 전면 추진
3	내수시장 확대 새로운 발전 구조 형성	- 내수확대 전략적 지위 고수 - **민생 혜택 및 소비촉진, 물적/인적 투자 긴밀하게 결합** - 신규 수요로 신규 공급 창출. 신규 공급으로 신규 수요 창출 - 소비와 투자, 공급과 수요의 선순환구조 촉진 - 소비 진작 강화 및 유효투자 확대.	- 소비촉진 특별행동 시행. 공공서비스 지출 확대 - 민간 소비능력 강화. 양질의 소비재/서비스 공급 확대 - **소비자 직접지원 형태의 보편정책 강화** - 민간기업의 중대 프로젝트 참여 장기 메커니즘 개선. - '소모적 악성경쟁' 종합 관리
4	사회주의 시장경제체제 구축 고품질발전 동력 강화	- 사회주의 기본 경제제도 견지 및 완비 - 거시 경제 관리 체계 완비. 고품질발전 지속 보장 - 각종 시장주체 활력 자극. 시장요소 배치 체제/메커니즘 개선 - 거시경제 관리 효율성 제고	- 인수합병, 파산, 치환 등 정책 개선 - 저효율 용지/부동산/인프라 사용 활력 제고 - 내수 주도, 소비 견인, 내생요인으로 경제성장 발전 촉진 - 재정정책 역량 발휘. 세수제도 개선 - 금융강국 건설 가속화. 디지털위안화 안정적으로 추진
5	대외개방 확대 협력/상생 강화	- 제도적 개방 확대. 다자간 무역 체제 유지 - 세계 각국과 기회 공유 & 동반 발전 - 자주개방 적극 확대. 무역혁신 발전 추진 - 고품질 '일대일로' 공동 건설 추진	- **서비스업 중심으로 시장진입 완화 및 개방 확대** - 위안화 국제화 추진 - 외국인의 역내 재투자 촉진. 일대일로 고품질 건설 추진
6	농업/농촌 현대화 전면 부흥	- 삼농 문제 해결이 당의 최우선 과제 - 도농 융합 발전 촉진. 빈곤 퇴치 성과 유지 - 농민 혜택 정책 효율 제고	- 농업 종합생산능력 및 품질/효율 제고 - 농산물 수입 다변화. 무역/생산 균형 촉진
7	지역경제 균형 발전	- 신형 도시화 등 전략 시너지 효과 발휘 - 상호보완 위한 지역경제 배치, 국토 공간 -체계 구축 - 지역 통합 발전을 촉진. 국토 공간 발전 구도 최적화 - 사람 중심의 신형 도시화 추진 - 해양 개발 이용 및 보호 강화	- 전략적 신흥산업, 에너지자원 기지 등 배치 효율화 - 농촌인구의 과학적/질서있는 도시화 추진 - 해양개발/이용/보호 강화. 해양강국 건설 - 해양장비 제조업 우위 강화. 해양 신흥산업 확대. - 현대해운서비스업 발전
8	민족문화 혁신/창조활력 자극 사회주의문화 발전	- 정보기술 발전 흐름에 대응 - 국제적 영향력 보유한 신시대 중국 특색 사회주의 문화 발전 - 문화강국 건설. 사회주의 핵심 가치관 실천. 문화 사업 번영 - 문화 산업 발전 가속화. 중화 문명의 전파력과 영향력 제고	- 인터넷 컨텐츠 구축 및 관리 강화 - 문화사업 번영. 문화 창작능력 제고 - 체육 및 스포츠경기 통합 발전. 스포츠 강국 건설 가속화 - **여행강국 건설. 여행상품 공급 다양화 & 서비스품질 제고**
9	민생 보장 강화 공동부유 추진	- 보편/기초/최저 보장의 민생 건설 강화. 삶의 질 향상 - 고품질의 충분한 고용 촉진. 소득 분배 제도 개선 - 사회 보장 체계 완비. 부동산 고품질 발전 추진 - 건강한 중국 건설 가속화. 인구 고품질발전 촉진 - 기본 공공 서비스의 균등화 안정적 추진	- 고용지원 및 공공서비스 체계 개선 - 신규 고용형태 발전 촉진. 창업지원 강화 - 소득분배 제도 개선. 국민총소득 내 가계소득 비중 확대 - 부동산 고품질발전. 개발/융자/판매 등 기초 제도 개선 - **안전/편안/친환경/스마트화 '좋은 집' 건설**
10	친환경 전환 가속화	- 탄소감축, 오염감소, 녹지확대, 성장 협력 추진 - 생태 안전 장벽 및 친환경 발전 동력 강화 - 신형에너지 체계 구축 가속화. 적극적인 탄소 정점 추진	- 신형에너지체계 건설 가속화. 신에너지 공급 비중 확대 - 화력발전 개조/업그레이드 및 대체 추진 - 석탄/석유 소비 정점 도달 추진 - 산업, 도시건설, 교통운송, 에너지 등 중점분야 친환경 전환
11	국가안보 체계 및 능력 현대화 추진	- 전반적인 국가 안보 관점 관철 - 국가안보 체계 완비. 중점 분야의 국가안보 능력 구축 강화 - 공공안보 관리 수준 제고. 사회 관리 체계 개선	- 식량, 에너지자원, 주요 산업 공급망, 기초인프라 안보 보장 - 부동산/지방정부채무/중소형금융기관 리스크 대응 시스템적 리스크 방지
12	국방 및 군대 현대화 고품질 추진	- 시진핑 강군 사상, 신시대 군사 전략 방침 관철 - 당의 절대적인 지도력 견지. 군사위원회주석 책임제 관철 - 기계화, 정보화, 스마트화 융합 발전 추진. 선진 전투력 건설	-

주: 굵은 글씨는 15차 5개년 계획에서 처음으로 제시된 표현/조치(중국 신화사)
자료: 중국 정부, 한국투자증권

주요 전략적 신흥산업과 미래산업 제시

4대 전략적 신흥산업과 6대 미래산업 제시

4대 전략적 신흥산업(신에너지, 신소재, 항공우주, 저공경제)과 6대 미래산업(양자기술, 바이오제조, 수소 및 핵융합, 뇌-IT 인터페이스, 체화지능(Embodied Intelligence), 6G)이 구체화됐다.

향후 미국을 포함한 주요국과의 기술패권 경쟁에서 중국이 기술자립 추진력을 강화할 분야다. 신소재, 항공우주, 바이오는 중국제조2025를 통해 경쟁력 확보를 시도했던 부문이지만 상대적으로 성과가 약하다는 평가를 받아왔던 산업이다. 15차 5개년 계획을 통해 사실상 중국제조2035를 가동한 것으로 평가하며 선택과 집중을 통해 주요 산업을 육성할 것으로 보인다.

<표 5> 중국 10-15차 5개년 계획 핵심 키워드

시기	10차 (2001-2005)	11차 (2006-2010)	12차 (2011-205)	13차 (2016-2020)	14차 (2021-2025)	15차 (2026-2030)
성장목표	7.0%	7.5%	7.0%	6.5%	미제시	-
키워드	과학발전관	사회주의	*5위일체 4개전면	공급측개혁	쌍순환	고품질발전
	사회주의 시장경제 완성	금융위기 극복	뉴노멀	혼합소유제	혁신	기술자립
			일대일로			
주요 육성산업	데이터 전송장비	신재생에너지	에너지절감	ESS	AI	양자기술
	집적회로	집적회로	집적회로	집적회로	양자정보	바이오제조
	고속통신망	무선통신	사물인터넷	5G	집적회로	수소/핵융합
	저공해 자동차엔진	바이오	바이오테크	바이오/유전자	바이오	뇌-IT 인터페이스
		차량용전장품	신에너지차	신에너지차	임상의학	체화지능
					심해탐측	6G

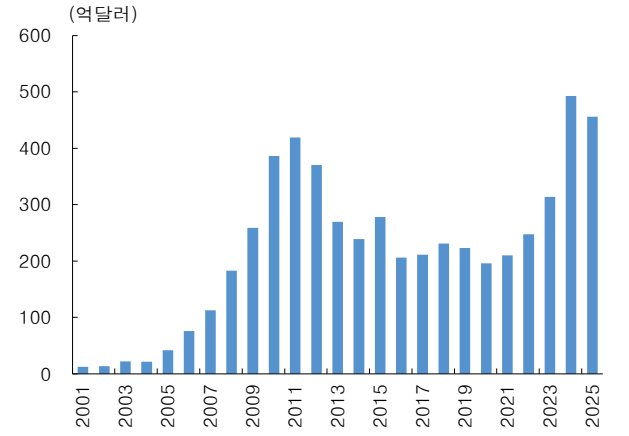
주: 1. KITA 통상리포트 <위기를 넘어 자립으로: 14차 5개년 계획으로 본 경제통상정책 전망과 시사점>
2. 5위일체 - 정치/경제/사회/문화/생태 조화로운 발전, 4개전면 - 소강사회/개혁심화/법치/엄격한 당 통제 부문 개혁
3. 15차 5개년 계획은 한국투자증권 정리
자료: 한국투자증권

<표 6> 중국제조2025 성과 평가

10대 분야	수입 의존도	해외기업 의존도	기술 리더	글로벌 경쟁력
고속철	Strong	Strong	Strong	Strong
전력장비	Strong	Strong	Strong	Strong
농업기계/장비	Strong	Strong	Mixed	Mixed
해양플랜트 및 선박	Mixed	Mixed	Mixed	Strong
차세대 정보기술 (반도체)	Mixed	Mixed	Mixed	Mixed
ESS/신에너지자동차	Mixed	Mixed	Mixed	Mixed
하이엔드CNC 및 로봇	Mixed	Mixed	Mixed	Weak
신소재	-	Weak	Weak	Mixed
항공우주장비	Weak	Weak	Weak	Mixed
바이오 및 의료기기	Weak	Weak	Mixed	Mixed

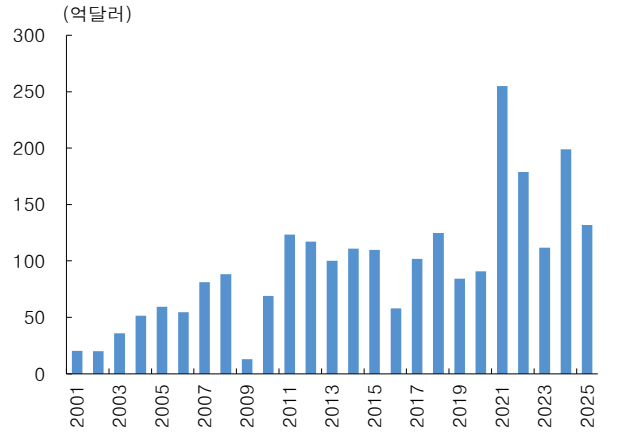
자료: Rhodium Group (<Was Made in China 2025 Successful?>), 한국투자증권

[그림 8] 선박/부품 무역수지 추이



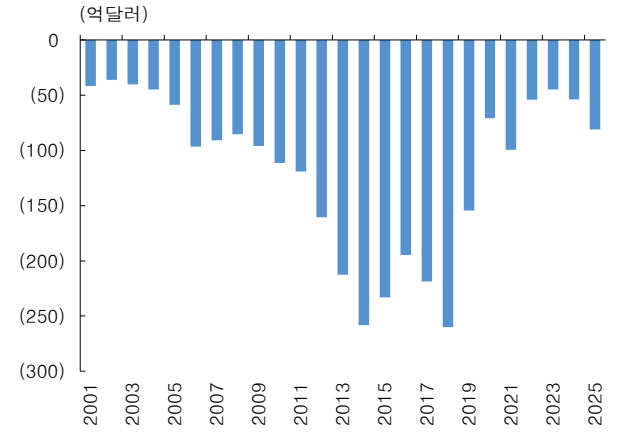
주: 2025년은 1-3분기 누적 기준
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 9] 철도/신호장비 무역수지 추이



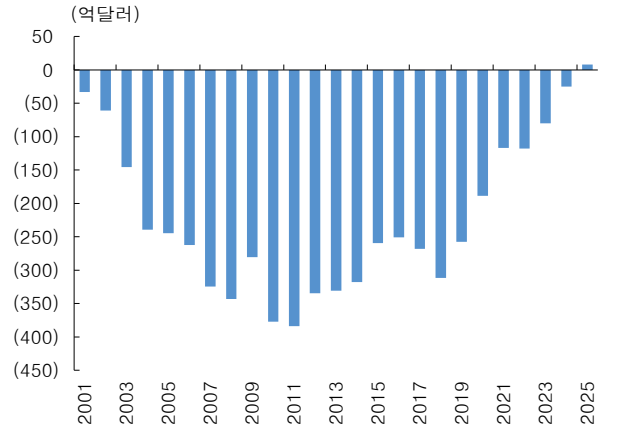
주: 2025년은 1-3분기 누적 기준
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 10] 항공/우주 및 부품 무역수지 추이



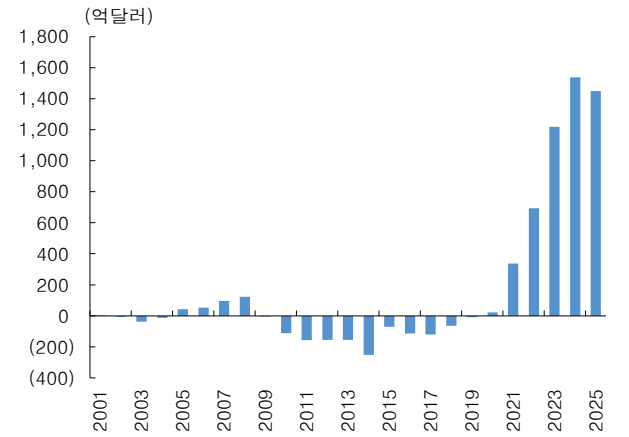
주: 2025년은 1-3분기 누적 기준
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 11] 광학/의료 등 장비 및 부품 무역수지 추이



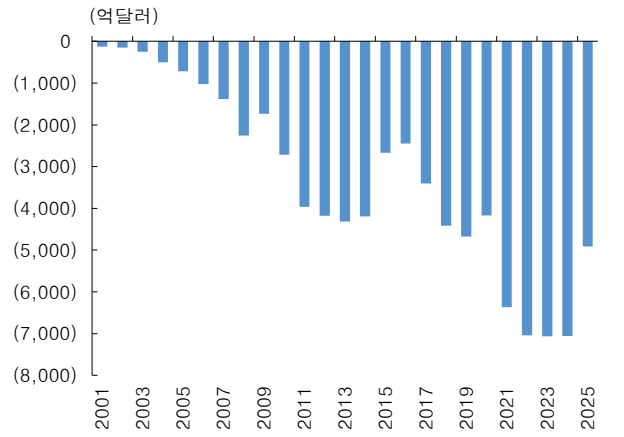
주: 2025년은 1-3분기 누적 기준
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 12] 자동차/부품 무역수지 추이



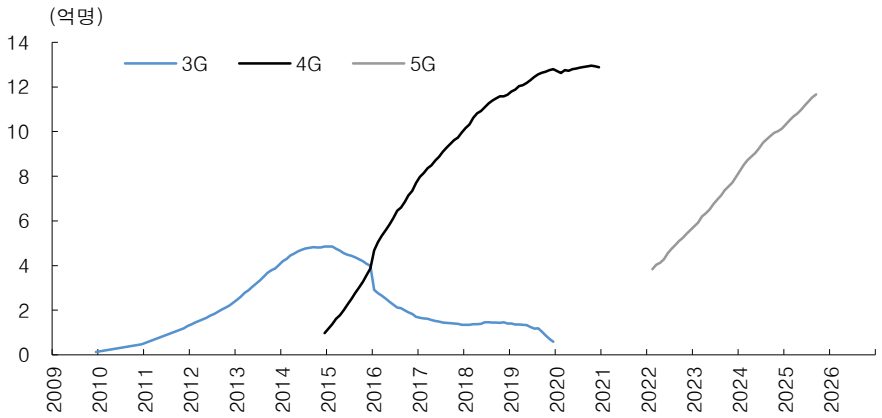
주: 2025년은 1-3분기 누적 기준
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 13] 광물류 무역수지 추이



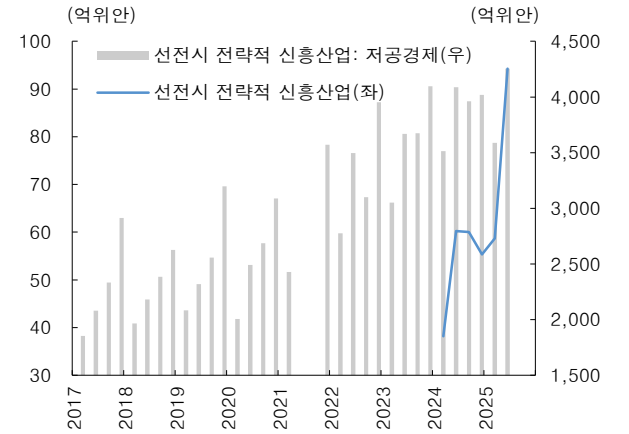
주: 2025년은 1-3분기 누적 기준
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 14] 5G 모바일 이용자수는 이미 정점에 달한 상황



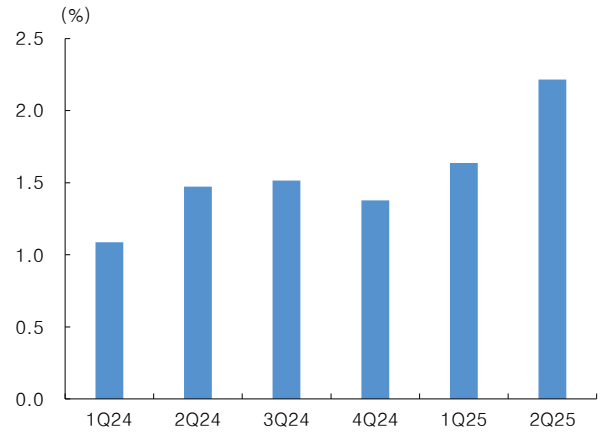
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 15] 선전시 저공경제 규모는 빠르게 증가



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 16] 시장 성장 잠재력 여전히 큰 상황



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

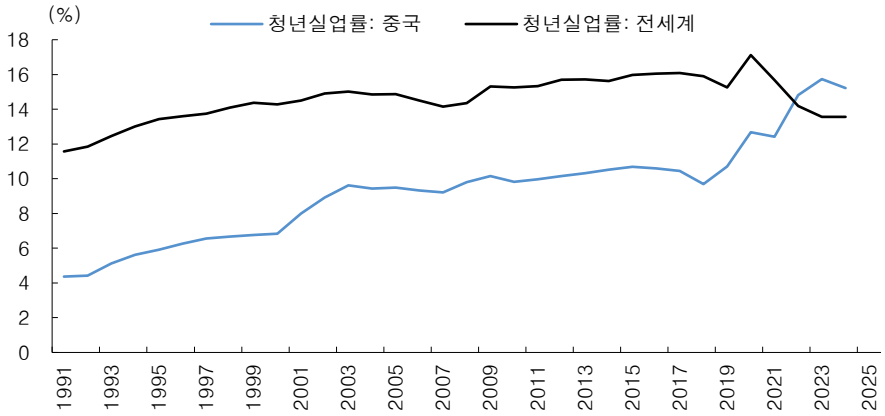
2. 정책 기조는 바뀌었고…

1) 스스로 망가진 중국

규제성 정책은 주식시장 뿐만 아니라 실물경제에도 충격

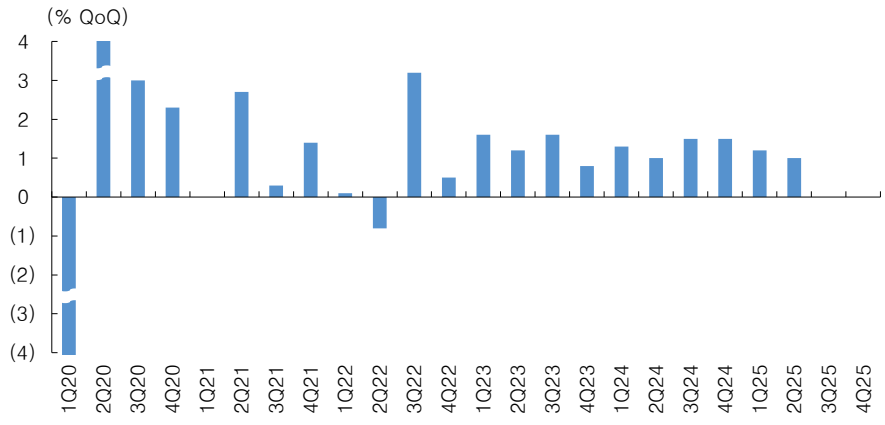
2020년 코로나19 충격에도 견조했던 중국 주식시장은 2021-2022년 부동산, 빅테크, 사교육 등 전방위적인 산업규제와 함께 약 3년간의 암흑기를 보냈다. 당시의 결정은 주식시장 뿐만 아니라 실물경제도 직접적인 충격을 가했다. 2022년 중국의 청년실업률은 처음으로 전세계 평균을 넘어섰고, 경제성장률(QoQ)이 마이너스로 전환되는 모습도 보였다. 2011년 이후 관련 경험은 2020년 1분기(-10.5%)와 2022년 6월(-0.8%)에 불과하다. 2020년을 코로나19 영향으로 본다면 2022년은 제로코로나 정책과 동반된 산업규제 영향이 크다. 이 기간 중국 경제정책 불확실성지수는 상승세가 지속됐고, 성장률은 높은 변동성을 보였다.

[그림 17] 중국 청년실업률은 2022년 처음으로 전세계 평균을 상회



주: 청년실업률은 ILO(15-24세 기준)
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 18] 코로나19 충격 제외하면 2022년 역사상 처음으로 분기 성장률 마이너스 전환



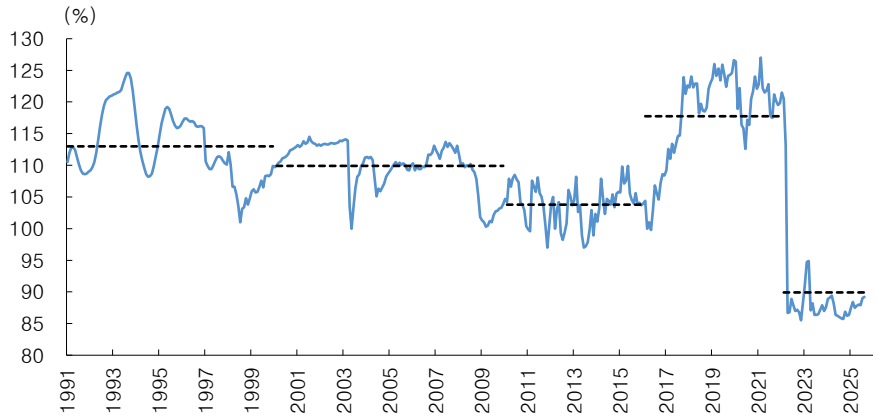
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

중국 소비자심리지수는 2020년 아닌 2022년에 급락

중국 소비자심리지수가 급락한 시점도 코로나19가 한창이었던 2020년이 아닌 2022년이다. 2017년 빠르게 반등해 과거대비 높은 수준에 머물렀던 소비자심리지수는 정부의 연이은 규제성 정책과 함께 역사적으로 가장 낮은 수준까지 하락했고 아직도 회복 탄력은 제한적이다.

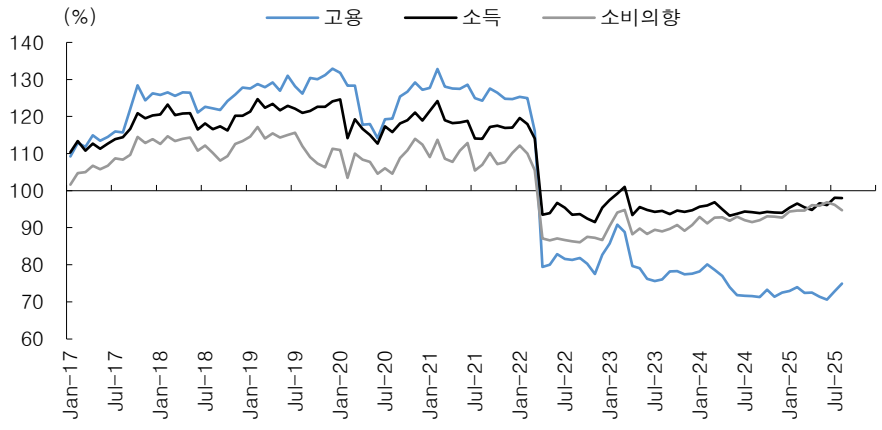
소비자심리지수를 구성하는 3가지 항목(고용, 소득, 소비의향) 중 소득과 소비의향은 반등하고 있는 반면, 미래 현금흐름을 설명하는 고용은 하락세가 지속되고 있다. 당장의 소비 능력과 의지는 개선되어가고 있으나 추가적인 소비를 지지할 수 있는 고용 불안이 여전한 상황이다. 코로나19라는 전염병보다 정책적으로 경제활동을 마비시켰던 제로코로나와 산업 규제가 고용에 실질적인 충격을 가했다.

[그림 19] 중국 소비자심리지수 급락 시점은 2022년



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 20] 소비자심리지수 세부 지표 중 고용 부문이 가장 부진

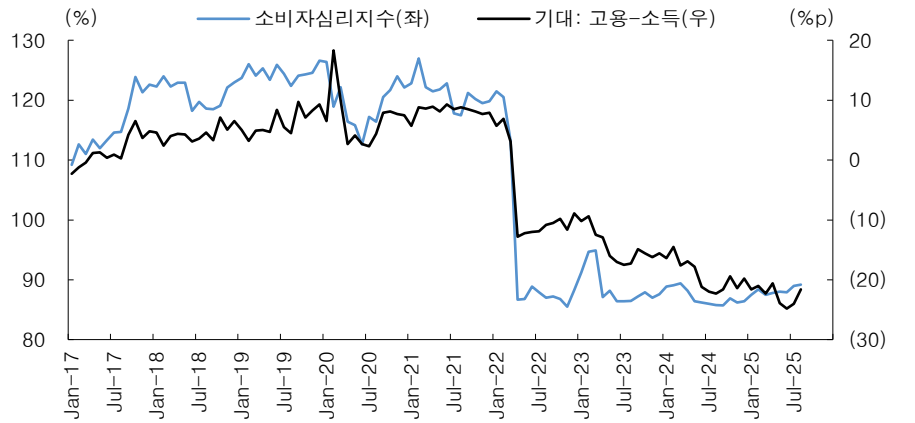


자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

소비자심리지수는 소득보다 고용 기대 더 빠르게 개선될 때 반등

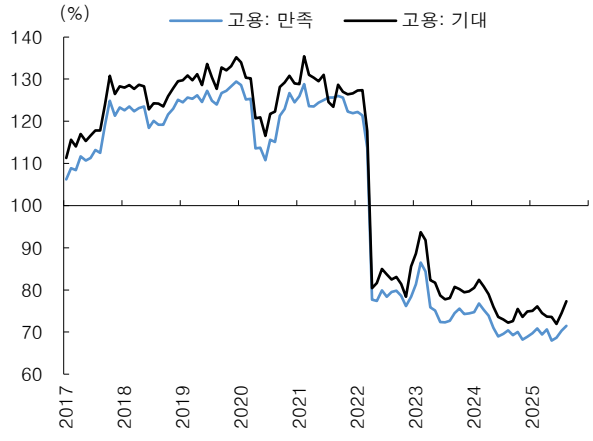
중국 소비자심리지수는 소득보다 고용 기대가 빠르게 개선될 때 반등폭을 키운다. 2022년 이후 소득 대비 고용 기대가 계속 약해지면서 전반적으로 소비자심리지수 전반의 회복을 방해하고 있다. 정부(국영경제) 주도의 일자리 창출은 한계가 있다. 현 시점에서 유의미한 고용 사이클이 재개되기 위해서는 시장(민간경제) 활력 개선이 필요하다.

[그림 21] 소득 기대보다 고용 기대가 크게 올라야 전반적인 소비자심리지수 반등



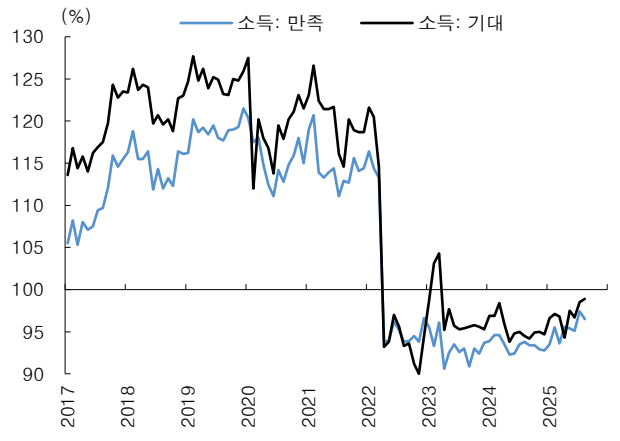
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 22] 고용 만족 vs. 고용 기대 비교



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 23] 소득 만족 vs. 소득 기대 비교



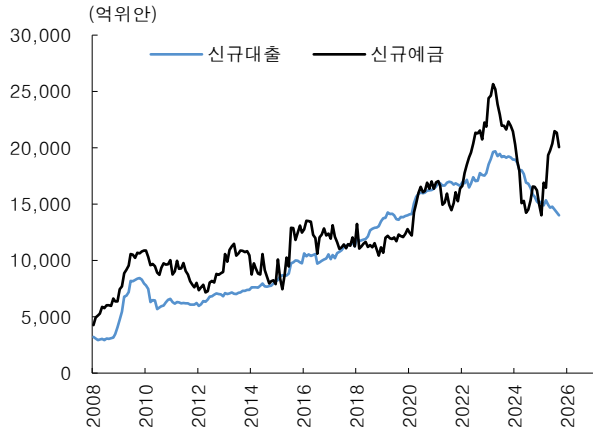
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

주식시장 & 실물경제 충격은 유동성 위축으로 연결

2008년 이후 10년간 구조적으로 상승한 중국의 신규예금 대비 대출 비율은 2018-2019년 정체 이후 하락했는데, 2021-2022년이 특히 두드러졌다. 신규대출/예금은 중국 물가 전반을 설명하는 GDP디플레이터와 높은 상관관계를 보이는데, 현재 중국 GDP디플레이터는 10개 분기 연속 마이너스를 유지 중이다. 역사상 가장 부진한 흐름이다. 이전 최장 기간은 7개 분기(1998/6-1999/12)였다.

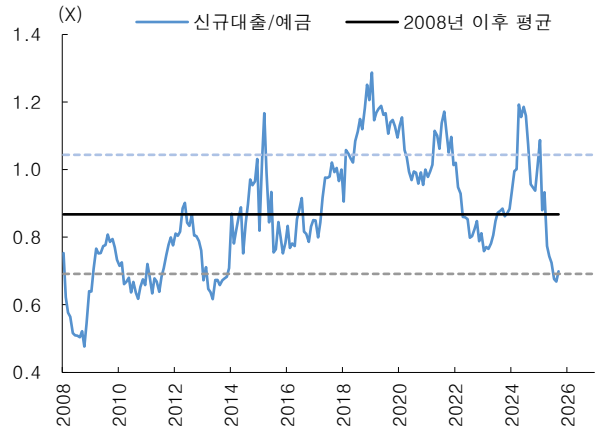
2023년 제로코로나 해제 이후 신규예금 대비 대출 비율이 과거 고점 수준까지 반등하면서 GDP디플레이터가 개선된 바 있으나 단기에 불과했다. 더딘 경기 회복세와 부진한 소비/투자 심리가 여전히 발목을 잡았다. 2024년 하반기 이후부터는 단기간 내 큰 폭의 금리(LPR 5년물) 인하를 단행했음에도 불구하고 시장 반응은 미미했다.

[그림 24] 2021-2022년 지나면서 신규대출 감소세 전환



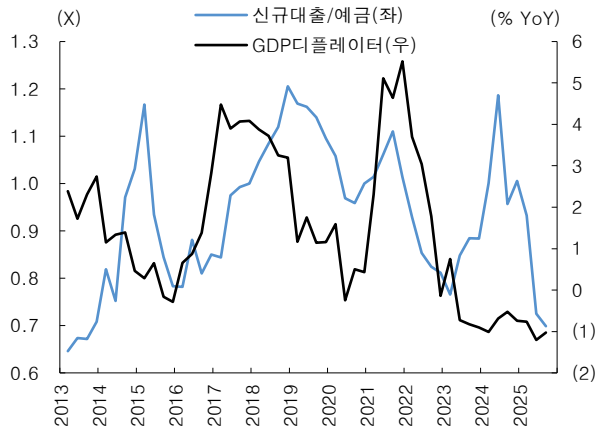
주: 12개월 이동평균
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 25] 신규예금 대비 대출 비율은 AVG-1SD까지 하락



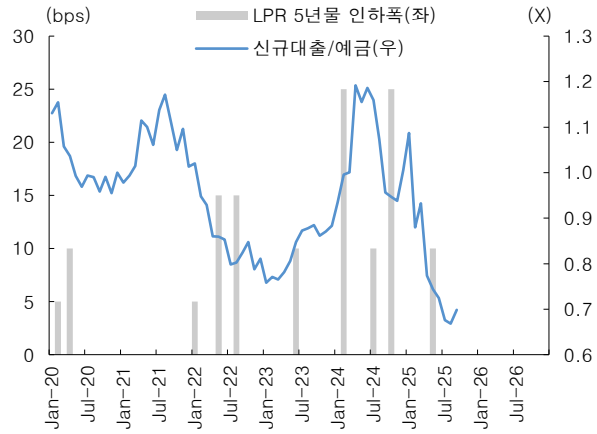
주: 12개월 이동평균
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 26] 돈이 돌지 않는 상황. 물가 하방압력 확대



주: 12개월 이동평균
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 27] 금리 인하에도 미미한 시장 반응



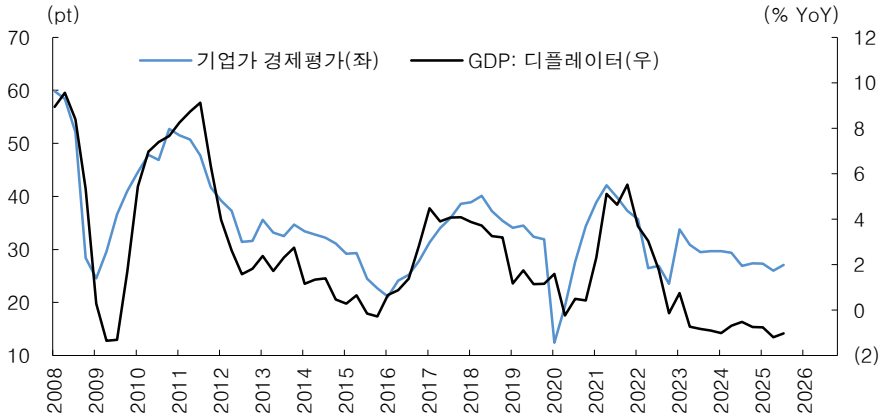
주: 12개월 이동평균
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

기업 활력 위축

인민은행이 매 분기 진행하는 기업가 경제평가는 과거 저점 수준까지 하락한 이후 오랜 기간 유지되고 있다. 2008년 집계 이래 해당 데이터가 30pt 이하로 내려간 경험은 현재를 포함해 크게 4차례(2008-2009년, 2015-2016년, 2020년, 2023-현재)인데 지속기간으로 보면 압도적으로 길게 유지되고 있다. 2008-2009년은 3개 분기, 2015-2016년은 8개 분기, 2020년은 3개 분기 가량 유지됐으나, 지금은 9개 분기 연속 지속되고 있다. 2023년 1-2분기를 제외한다면 2022년 2분기 이후 12개 분기동안 개선세가 미미한 상황이다.

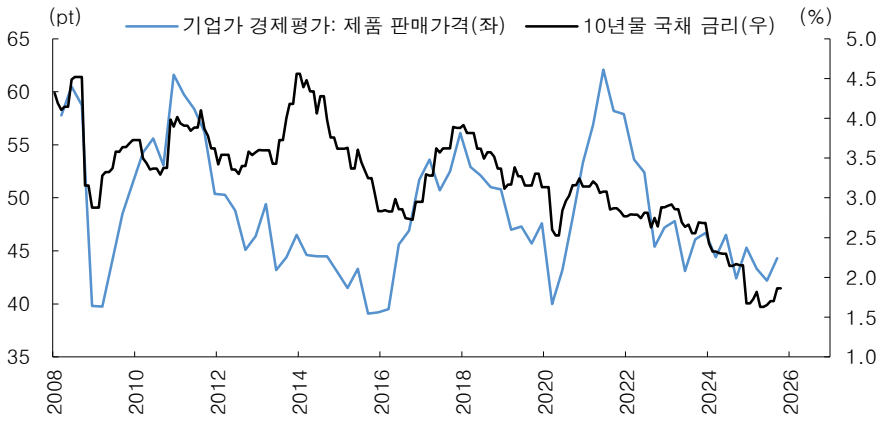
제품 판매가격에 대한 기업가들의 평가는 10년물 국채 금리와 높은 상관관계를 보이면서 움직이고 있다. 기업들의 유의미한 가격 인상 제한은 경제 전반의 분위기 침체로 이어졌다.

[그림 28] 기업가들의 경제평가 개선세 미미



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 29] 제품 판매가격에 대한 기업가들의 평가는 물가와 연동



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

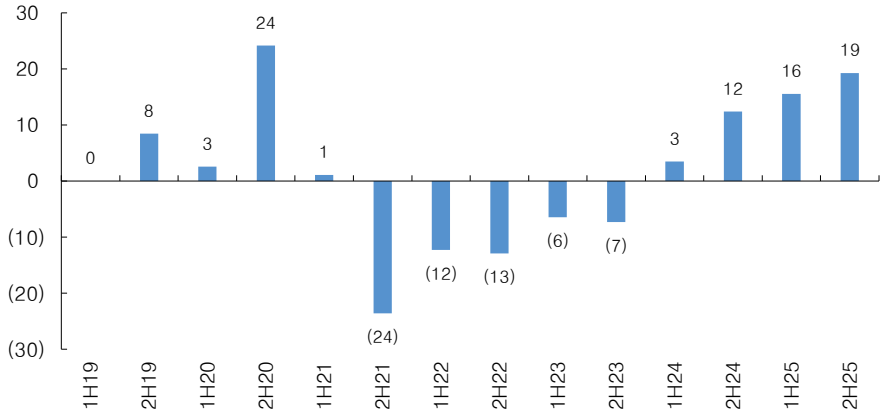
2) 스스로 고친 중국

2024년 정책 전환과 함께 상승상 진입

2023년 제로코로나 해제에도 의미 있는 반등이 부재했던 시장은 2024년 중국 정부가 정책 기조를 바꾸면서 본격적인 상승장에 진입했다. 2024년 본토는 금융(+38%), 홍콩은 정보기술(+43%) 오르면서 시장 반등을 주도했다. 두 시장 모두 최하위 섹터는 헬스케어(본토 -13%, 홍콩 -20%)였다.

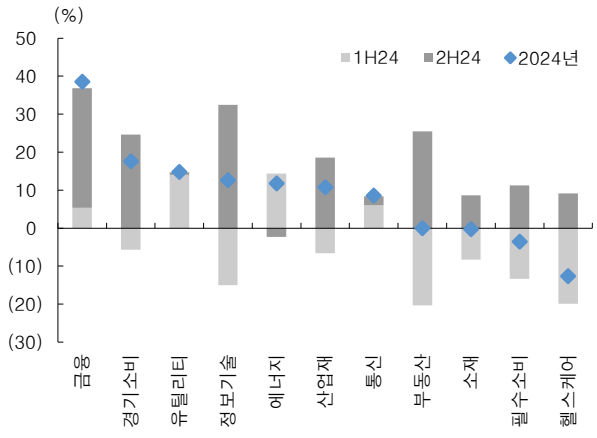
결국엔 '결자해지'였다. 그동안의 산업 규제로 인해 정상적인 경제 활동이 어려웠던 부분을 하나씩 풀어냈다. 그 중 주식시장 반등에 직접적인 영향을 미친 건 무엇보다도 빅테크 규제 완화로 볼 수 있다. 홍콩 정보기술 업종은 3년(2020-2023년)동안 -58% 하락한 이후 2024년 +43%, 2025년 +54% 반등했다.

[그림 30] 2021-2023년 하락장 지나 2024년부터 반등 재개한 MSCI CHINA



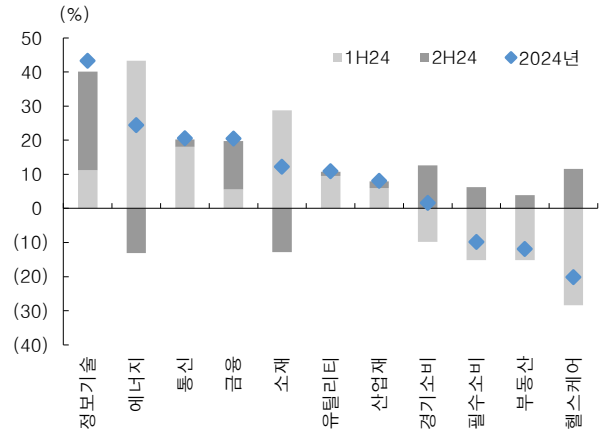
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 31] 2024년 본토 증시는 금융이 주도



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 32] 2024년 홍콩은 정보기술이 주도



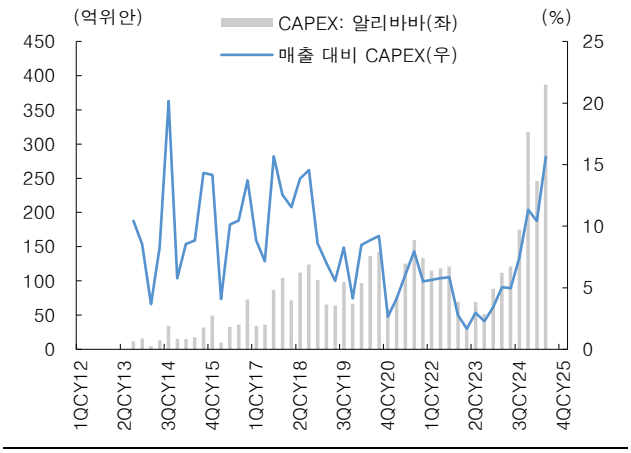
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

알리바바 반독점 조사 종료와 CAPEX 재개

2024년 8월 중국 반독점기관인 중국시장감독관리총국은 알리바바의 시정 작업이 성과를 보였다며 반독점 조사를 공식 종료했다. 동시에 앞으로 알리바바가 혁신을 주도하고 글로벌 경쟁력을 끌어올릴 수 있도록 지원할 것이라고 언급했다. 약 3년만의 정책 기조 전환은 알리바바 뿐만 아니라 다른 빅테크에도 기회를 만들었다. 반독점이라는 명분으로 규제를 단행했던 만큼 빅테크들의 사업 확장은 오랜 기간 제한적일 수밖에 없었다. '알리바바 반독점 조사 종료'는 기업들의 족쇄를 풀어준 결정적인 변화였다.

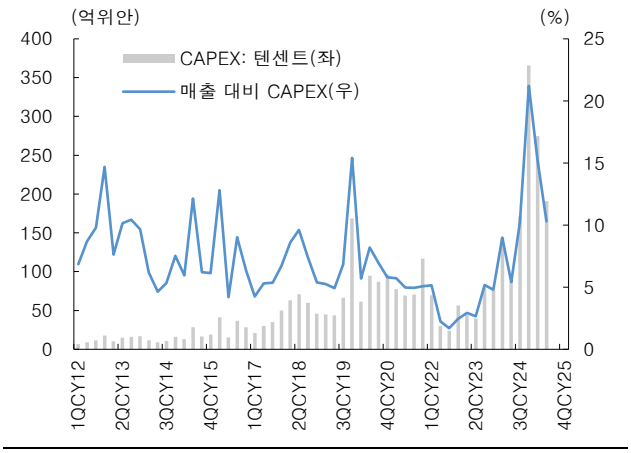
2024년 3분기 반독점 조사 마무리 이후 중국 빅테크 전통강자인 BATJ(B(바이두), A(알리바바), T(텐센트) J(징둥)) 중에서 징둥을 제외하면 나머지 3개 기업은 이전 대비 CAPEX를 늘렸다. 그 중에서도 알리바바와 텐센트의 CAPEX 규모 및 강도는 지난 10년을 크게 상회하면서 두드러졌다.

[그림 33] 알리바바 CAPEX 및 매출 비중 추이



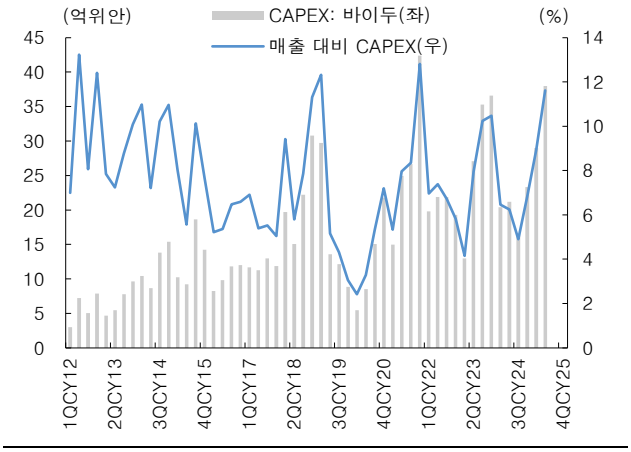
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 34] 텐센트 CAPEX 및 매출 비중 추이



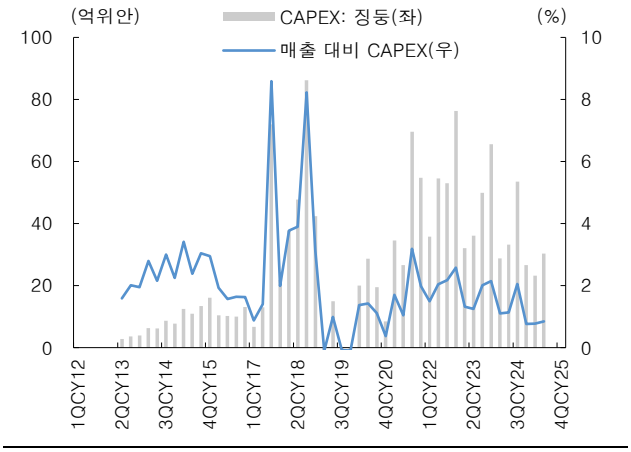
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 35] 바이두 CAPEX 및 매출 비중 추이



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 36] 징둥 CAPEX 및 매출 비중 추이



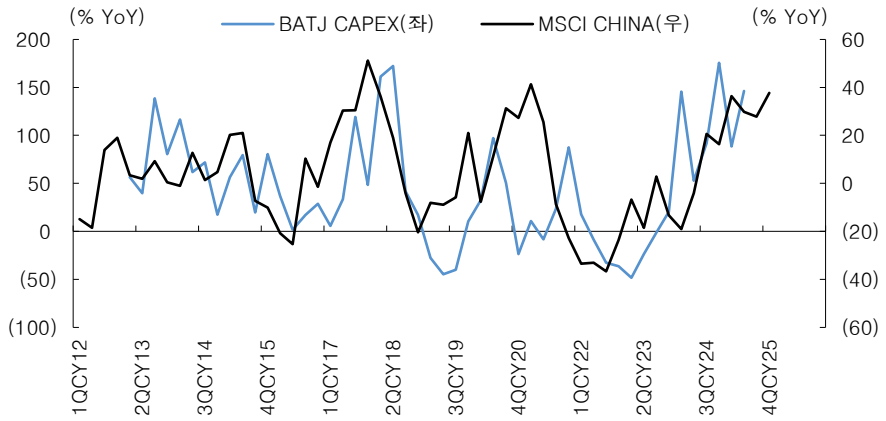
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

빅테크 CAPEX 재개는 주식시장 활성화 지지

빅테크의 CAPEX 확대는 그동안 높은 상관관계를 보여온 주식시장 강세를 이끌었다. 2025년 상반기 BATJ의 CAPEX 규모는 1,219억위안으로 2024년 상반기(567억위안)대비 +115% 급증했다(1Q +88%, 2Q +146%).

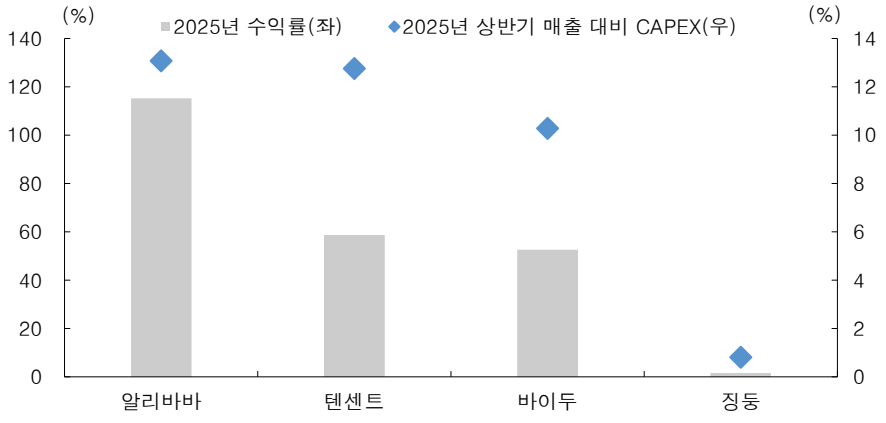
CAPEX 강도 차이는 주식시장 성과로 드러났다. 2025년 알리바바(+115%), 텐센트(+59%), 바이두(+53%), 징둥(+2%) 모두 올랐는데, 각 기업의 성과는 2025년 상반기 매출 대비 CAPEX에서 차이가 난 것으로 보인다. 빅테크 중에서도 중국 정부의 정책 기조 전환에 적극적으로 대응한 그룹과 그렇지 못한 기업들의 재평가가 크게 갈린 한 해였다.

[그림 37] 중국 빅테크 CAPEX 재개와 함께 주식시장 반등 탄력 강화



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 38] 2025년 BATJ 주식 성과는 CAPEX 강도에서 판가름



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

텐센트는 게임 규제로 곤욕

알리바바에 대한 반독점조사 만큼 강력했던 중국의 산업 규제는 단연 게임이었다. 중국 정부의 장기간 판호 발급 중단은 2018년과 2021-2022년 두차례였다.

2017년 판호 발급 건수가 정점(9,369건)을 기록한 가운데, 2018년에는 당 조직개편이 있었다. 조직 개편 과정 중 정상적인 업무가 제한되면서 2018년에는 8개월(3-11월) 동안 판호 발급이 중단된 바 있다. 3월 중국 정부는 〈당 및 국가기구 개혁 방안〉을 발표했는데, 이 과정에서 기존 규제 기관이었던 국가신문출판광전총국의 권한을 중앙선전부로 집중시켰다.

2018년 국가 기관 재편과 판호 발급 공백기에 청소년 시각보호 및 게임중독 방지를 이유로 한 온라인게임 규제가 단행되면서 시장 충격이 커졌다. 2월 〈온라인 게임시장 관리에 대한 중대 의견〉을 통해 선정적인 내용을 담았거나 미승인된 게임을 금지시키는 방안을 발표했다. 8월에는 〈아동 청소년 근시 방지 종합 실시 방안〉 통해 게임 총량제 도입 및 미성년자 게임 이용 시간 제한을 요구했다. 다만 동시에 정부기관 개편이 안정화된 이후 다시 발급이 재개될 것이라는 기대도 유효했던 시점이었다.

2018-2019년보다 강해진 2021-2022년 게임 규제

2021-2022년은 전방위적인 산업 규제와 함께 시작됐다. 2021년 3월 중앙선전부는 '게임 심사 평점 세칙'을 강화하면서 새로운 채점 심사제도를 도입(5개 기준으로 평가)했다. 판호 발급 속도가 현저하게 느려지는 계기가 됐다. 8월 중국 관영 언론은 〈정신적 아편이 수십억위안 규모 산업으로 성장했다〉는 제목의 칼럼을 게재하면서 게임 산업에 대한 대대적인 규제를 예고했다. 당시 학생들의 부담을 덜어준다는 명분으로 사교육 분야에도 같이 철퇴를 휘두르는 상황이었기에 게임 산업에 대한 불안감은 커질 수밖에 없었다.

칼럼 공개 이후 4주만에 미성년자 대상 온라인게임 제한 조치를 실시했다. 18세 미만 미성년자는 월-목 게임 접속을 전면 금지시켰고, 금요일과 주말, 공휴일은 하루 1시간으로 게임 시간을 제한했다. 게임 이용이 가능한 시간도 저녁 8-9시 사이로 규정해 사실상 정상적인 게임 접속이 어렵도록 만들었다. 2019년에 발표된 규제(하루 1.5시간, 주말 및 공휴일 3시간)보다 한층 더 강도 높은 제재가 단행된 것이다. 이후 8개월(2021/8-2022/3) 동안 중국 정부의 게임 판호 발급이 중단됐다. 4월부터 중국산 게임 판호 발급은 재개됐으나 외자 게임 판호는 17개월(2021/7-2022/11)동안 소식이 없었다.

[그림 39] 중국 관영언론은 게임을 정신적 아편으로 빗대어 강력한 규제를 시사

经济参考报
新华通讯社主管主办 邓小平题写报头

证券市场信息披露媒体
2021年8月3日 星期二

首页 要闻 证券 金融 公司 国际 信披 经参调查 新华健康

首页 >> 正文

“精神鸦片”竟长成数千亿产业

业内人士提醒，警惕网络游戏危害，及早合理规范

2021-08-03 记者 王恒涛 汪子旭 来源：经济参考报

【大 中 小】

近日，中办、国办印发《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》，要求引导学生合理使用电子产品，控制使用时长，防止网络沉迷。记者调研发现，当前，未成年人网络沉迷现象普遍，网络游戏对未成年人的健康成长造成不可低估的影响。

“有的同学有时一天玩8个小时王者荣耀。”

“手机被我摔了5、6个，孩子不吃早饭，把钱攒起来买手机，继续玩游戏。”

“任何一个产业、一项竞技都不能以毁掉一代人的方式来发展。”

这是记者调研时，反复听到的令人忧心的说法。

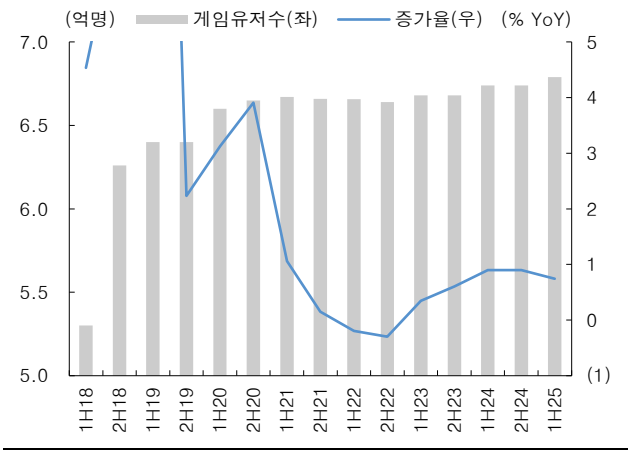
数据显示，当前，我国62.5%的未成年网民经常在网上玩游戏；13.2%未成年手机游戏用户，在工作日玩手机游戏日均超过2小时。网络游戏的过度投入对我国未成年人生理和心理带来双重负面影响。2020年，我国超一半儿童青少年近视，因沉迷网络游戏而影响学业、引发性格异化的现象呈增长趋势。游戏危害越来越得到社会的共识，常常用“精神鸦片”“电子毒品”指代。

这一新型“毒品”却突飞猛进、发展壮大成一个巨大的产业。2020年，中国游戏市场实际销售收入2786.87亿元，同比增长20.71%。占据行业半壁江山的腾讯游戏2020年实现营业收入1561亿元。

网络游戏对未成年人影响触目惊心

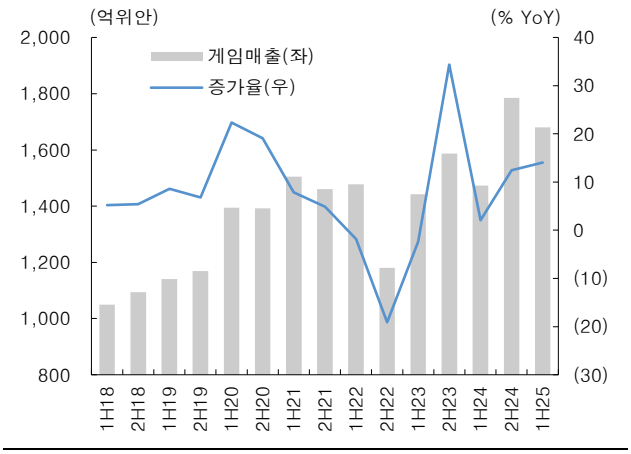
자료: 현지 언론종합, Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 40] 2021-2022년 게임유저수 감소 전환



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 41] 2021-2022년 게임매출 감소 전환



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

2022년말부터 변화 조짐 확인

중국의 게임 규제 정책 기조는 2022년말부터 바뀌기 시작했다.

11월 인민망은 게임이 엔터/레저 성격에 가려져 기술적 의미가 부각되고 있지 않다고 밝혔다. 동시에 게임이 5G/반도체/인공지능 등 첨단기술을 지원할 수 있으며 중요한 역할을 맡고 있다고 평가했다. 게임 산업을 정식적 아편으로 설명했던 2021년과는 상반되는 정부 기조가 나타난 시점이다. 중국게임산업연구원은 〈2022년 중국 게임산업 미성년자 보호 보고서〉를 발표했다. 미성년자 게임 중독 문제가 기본적으로 해소됐다고 평가하면서 미성년자 현금결제 확인 가정이 2021년 대비 크게 줄었다고 밝혔다.

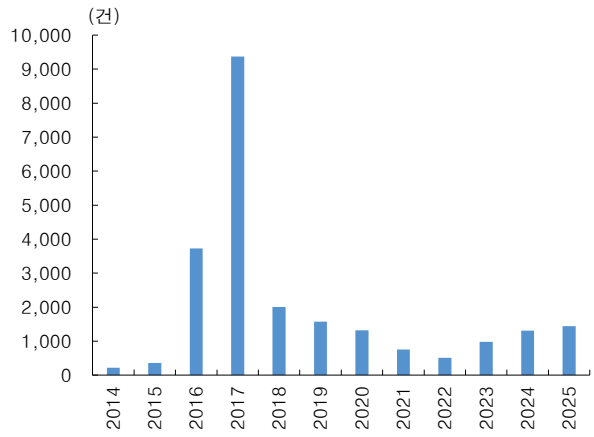
2022년 12월 중국 정부는 18개월 만에 외자 판호 발급(44건)을 재개했다. 중국산 게임보다 10개월 늦었지만 해외 게임사에 시장 진출 기회를 전혀 열어주지 않았던 중국 정부가 정책을 바꾼 것으로 평가받는 시작점이었다.

판호 발급 정상화 지속되는 중

2022년 발급된 판호 건수는 중국산 466건, 외자 44건으로 총 510건이었다. 2015년 이래 최소로, 2023년부터는 감소세를 멈추고 다시 반등하기 시작했다. 2023년 관영언론은 게임판호 발급 속도가 기대를 상회하고 있으며 공급측 개선 통해 산업 성장이 가속화될 수 있다는 내용을 실었다. 2023년부터 중국산 게임판호는 월간 발급이 재개됐고, 외자 판호는 격월 주기로 승인된 이후 2024년 말부터는 중국산과 마찬가지로 월간 주기로 발급되고 있다.

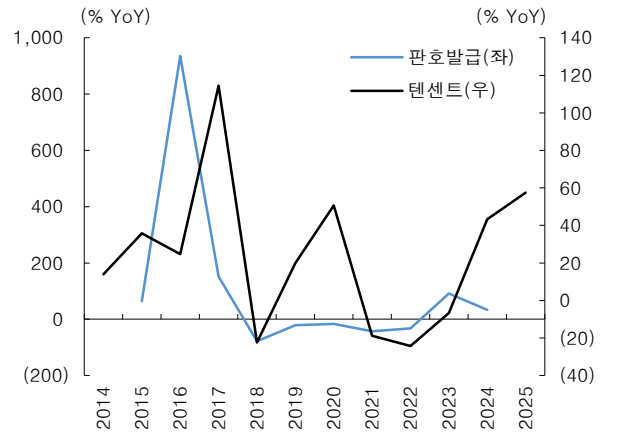
2023년 1,075건(중국산 977건, 외자 98건)에 이어 2024년에는 1,416건(중국산 1,306건, 외자 110건)이 발급됐는데, 2025년 1-10월 누적 기준으로 이미 1,440건(중국산 1,354건, 외자 86건)이 승인됐다. 월별 평균 발급 건수를 고려한다면 2025년에는 1,700건을 넘어설 가능성이 높다.

[그림 42] 2017년 중국 게임판호 발급 건수는 1만건 육박



자료: 현지 언론종합, Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 43] 5년(2018-2022) 연속 감소 이후 반등



자료: 현지 언론종합, Wind, CEIC, 한국투자증권

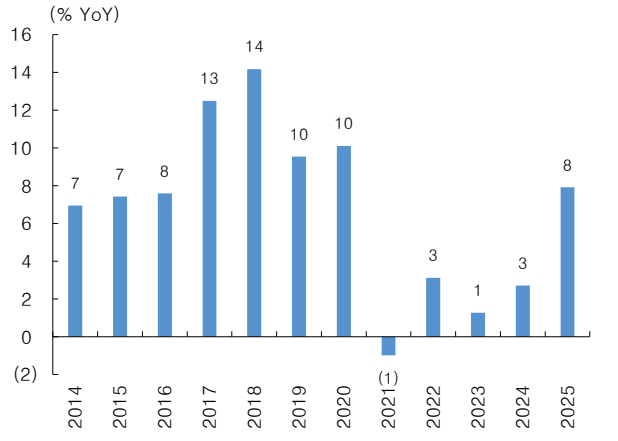
3) 2026년 지지할 2025년의 돈풀기

중국 확장재정 사이클 재진입
2026년 추가 확대 가능성

4년(2021-2024년) 동안 산업 규제만 단행했던 것이 아니다. 재정지출에도 소극적이었다. 코로나19 충격이 한창이었던 기간에도 중국은 확장재정을 경계했고, 5년만의 돈풀기는 일정 수준의 성공을 거두고 있다. 주식시장은 올랐고, 초과유동성(M1-PPI) 반등을 이끌었다. 향후 중국 물가 개선을 시사한다. 2025년 2-3분기를 저점으로 중국의 물가는 점진적으로 낙폭을 줄여갈 것으로 보인다.

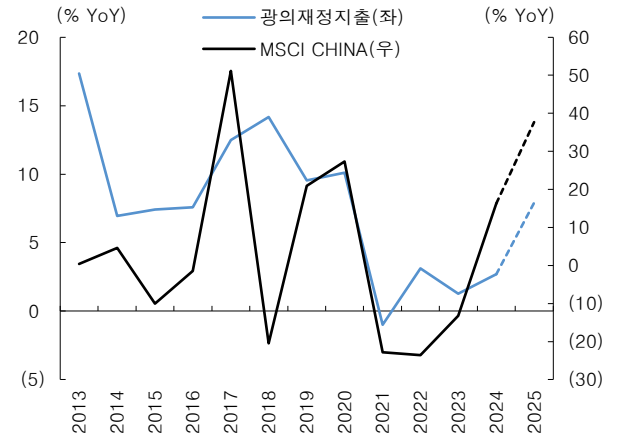
재정지출 증가율은 2025년부터 본격적으로 과거 평균 수준으로 복귀했는데, 추가적인 확장재정 사이클도 기대할 수 있다. 2018년 트럼프 1기 미중 무역분쟁이 불거졌을 당시 2017년의 높은 기저부담에도 불구하고 전년대비 약 +14%의 재정지출 증가율을 보인 반면, 지금은 2024년 기저가 낮음에도 불구하고 +8%대(1-9월 누적 기준)에 불과하다. 그리고 물가는 아직 '마이너스'다.

[그림 44] 중국 재정지출은 5년만에 과거 평균 수준



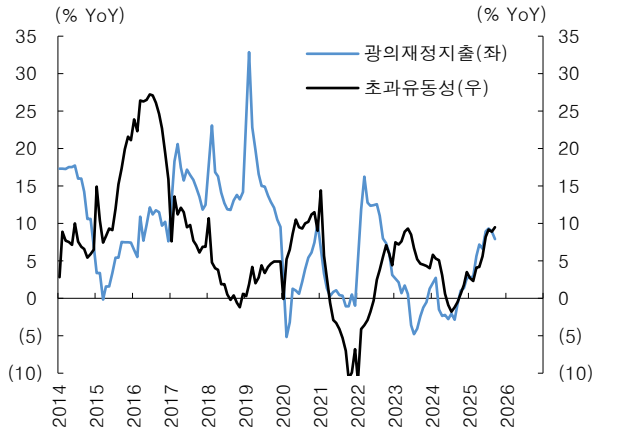
주: 2025년은 1-9월 누적 기준
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 45] 재정지출 증가와 함께 주식시장 반등 확인



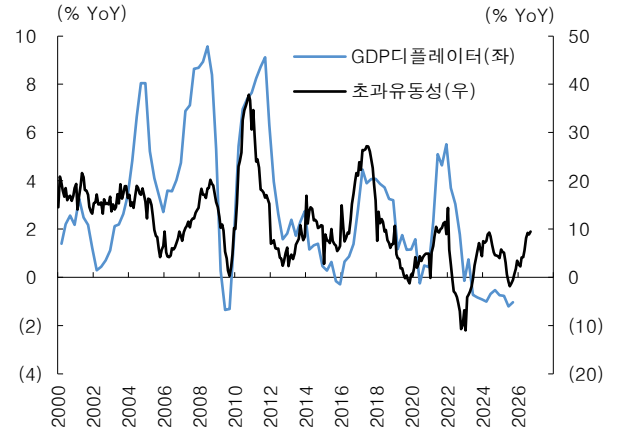
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 46] 재정지출 증가는 초과유동성(M1-PPI) 지지



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 47] 초과유동성은 GDP디플레이터를 12개월 선행



주: 초과유동성은 12개월 선행
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

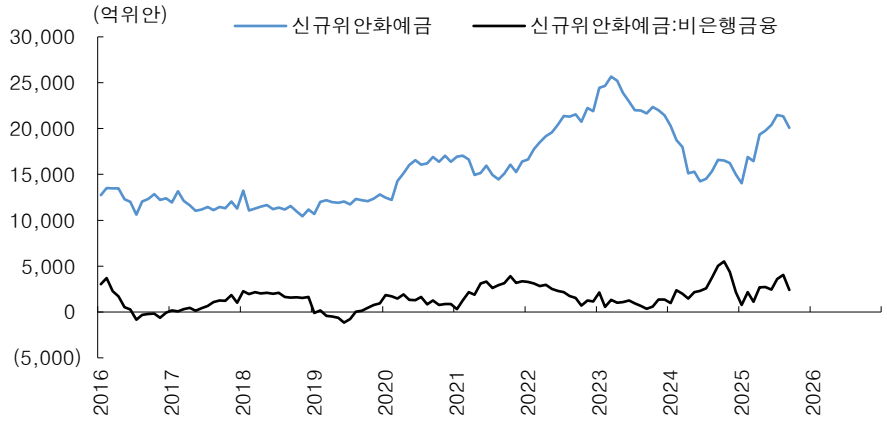
묶여 있던 자금들이 시장으로

극단적으로 위축되어 있었던 심리에 개선 조짐이 나타나고 있는 것으로 보인다.

신규예금 성격이 전환되고 있음을 주목한다. 은행 중심의 예금에서 비은행금융기관 예금으로의 전환이 가속화되고 있다. 이는 저축성 자금이 투자성 자금으로 바뀌어 가고 있음을 시사한다. 전체 신규예금 대비 비은행금융기관 신규예금 비율은 주식시장과 높은 상관관계를 보여왔다.

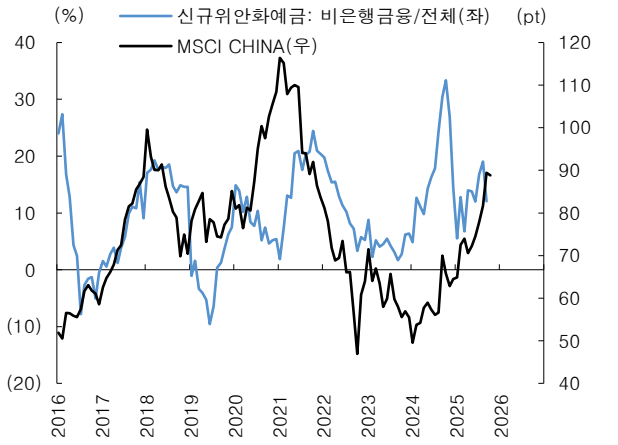
2016년 이후 전체 신규예금 대비 비은행금융기관 예금 비중은 평균 10% 수준으로 유지되어 왔었는데, 지난 8월에 평균+1표준편차(18%)를 넘어선 19%를 터치한 이후 9월에 다시 하락(12%)했다. 지난 10년동안 평균+1표준편차는 저항선으로 작용해 왔다. 중국이 주식시장을 과도하게 위축된 소비자심리와 물가를 자극시키는 정책도구로 운영하고 있는 만큼 2026년은 전반적인 레벨업을 시도할 가능성이 높다고 생각한다.

[그림 48] 중국 전체 신규예금 vs. 비은행금융기관 예금 추이



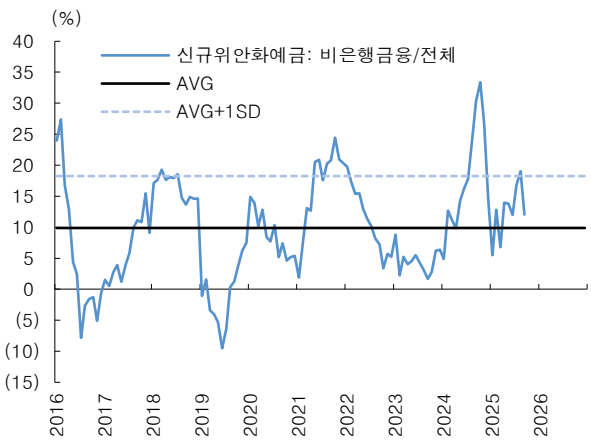
주: 12개월 이동평균
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 49] 비은행금융 신규예금 확대는 주식시장에 긍정적



주: 12개월 이동평균
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 50] 2026년 비은행금융 비중 상향 시도 전망



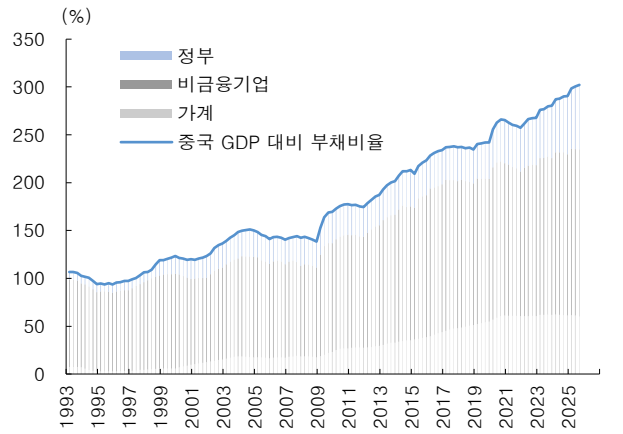
주: 12개월 이동평균
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

앞으로는 가계 레버리지 유도

중국의 GDP 대비 부채비율은 300%를 돌파했다. 헤드라인 데이터로는 더 이상 부채를 늘리기가 쉽지 않아 보인다. 하지만 세부적으로는 비금융기업의 부채비율이 180%에 육박해 절반 이상을 차지하고 있으며 가계와 정부는 상대적으로 낮은 편이다. 산업/기업의 높은 부채비율은 구조조정에 대한 좋은 명분이다. 15차 5개년 계획 기간(2026-2030) 동안 경제 전반에 대한 과잉공급을 해소하고 과도하게 낮아진 가격의 정상화 추진을 선언한 이유 중 하나가 될 것이다.

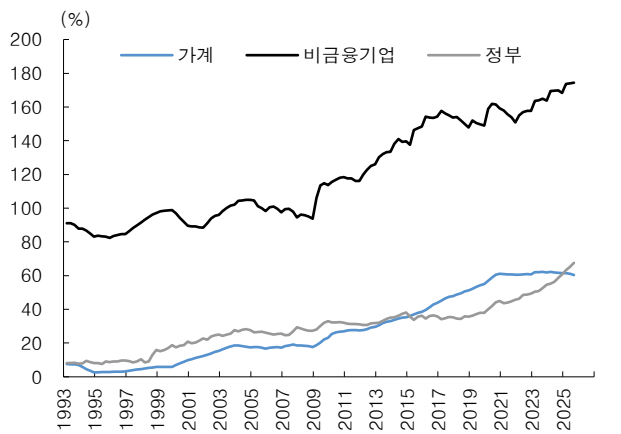
가계 부채비율은 2020년 이후부터 정체 중이다. 부동산을 중심으로 한 산업규제가 실물경제에 직접적인 영향을 미쳤기 때문이다. 상대적으로 낮은 정부 레버리지 유지하고 있었던 중국은 2023년 하반기부터 가계보다 정부 부채비율을 빠르게 올려가고 있다. 정부 레버리지가 가계보다 빠르게 늘고 나면 1-1.5년 이후 가계도 확대되는 패턴이 반복되어 왔다. 2025년 2-3분기를 중국 가계 레버리지 침체기 통과 시점으로 예상한다.

[그림 51] 중국 GDP 대비 부채비율 300% 돌파



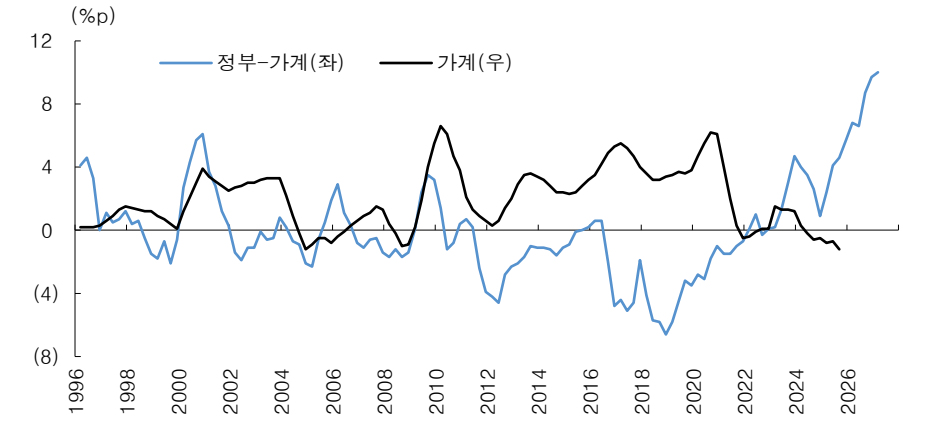
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 52] 비금융기업 압도적으로 높은 반면 가계는 정체



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 53] 가계 대비 정부 레버리지 오르고 난 후 가계는 후행적으로 따라오는 경향

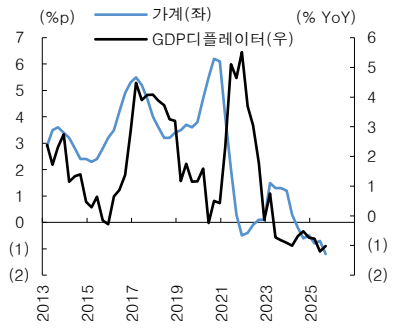


주: 정부-가계 스프레드는 6개 분기 선행
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

물가 전반의 개선 위해서는 가계 레버리지 필요

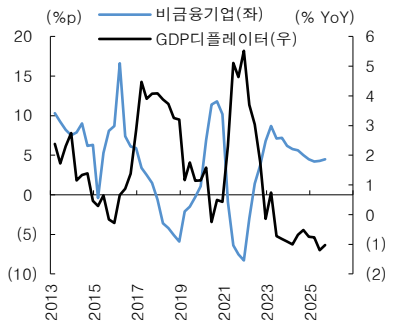
중국 물가에 더 큰 영향을 미치는 레버리지 주체는 정부/비금융기업보다는 가계다. 산업/기업 구조조정이 불가피한 상황에서 앞으로 레버리지를 끌어올릴 수 있는 주체는 사실상 가계다. 중국이 무엇보다 수요 자극 정책을 공격적으로 추진할 이유가 될 수 있다.

[그림 54] 가계 레버리지 변화 & 물가



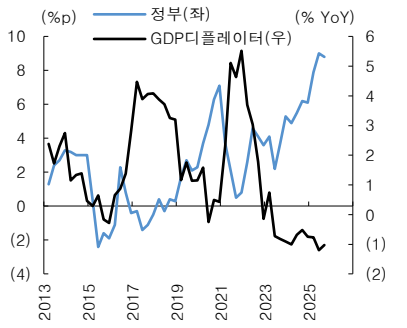
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 55] 기업 레버리지 변화 & 물가



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 56] 정부 레버리지 변화 & 물가

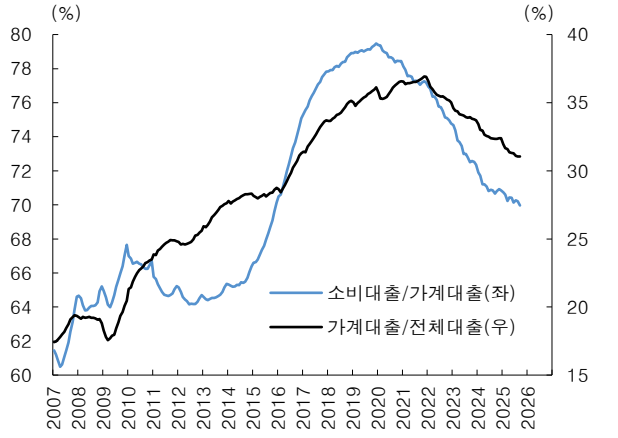


자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

더 중요하게 인식될 소비대출

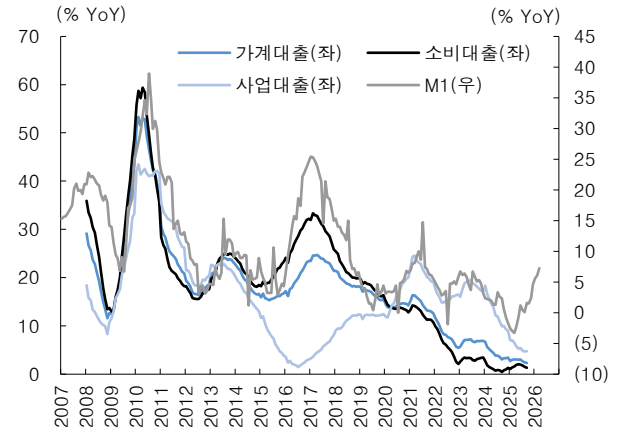
중국 가계대출은 소비대출과 사업대출(중소기업주 혹은 소상공인 대상 대출 상품)으로 나뉘어 지는데, 소비대출이 70% 이상을 차지한다. 그러나 이 역시도 과거와 비교하면 부진하다. 2019-2020년 중국 가계대출에서 소비대출은 80%에 육박했다. 공교롭게도 소비대출 비중 감소 시점도 2021-2022년부터다. 가계대출 증가율은 역사적으로 낮은 수준에 머물러 있다. 다만 중국이 부양 기조로 전환한 2024년 9월 이후 M1 증가율이 빠른 속도로 반등하고 있으며, 이는 소비대출 증가율을 약 6개월 가량 선행하는 흐름을 보여왔다. 중국은 현재 운용 중인 정책의 효과가 어느정도 나타나고 있다고 판단할 가능성이 높으며, 이는 유의미한 성과가 도출될 때까지 지금의 정책 기조와 강도를 바꾸지 않을 것을 시사한다.

[그림 57] 가계, 그 중에서도 소비 대출 비중 하락세



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 58] 가계 대출 증가율은 역사적으로 낮은 수준



주: M1 증가율은 6개월 선행
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

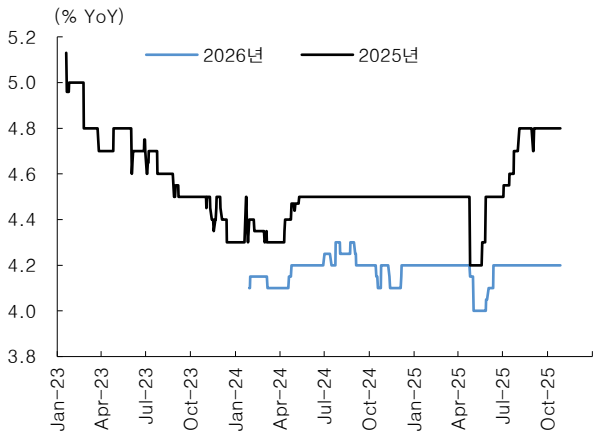
3. ...물가가 따라올 차례

펀더멘탈을 증명해야 할 2026년

3년 연속 오르기 위해 필요한 마지막 카드는 펀더멘탈 개선을 증명하는 것이다. 최근 1-2년의 정책 전환과 유동성 공급이 밸류에이션 멀티플 정상화를 이끌었고, 이는 주식시장의 방향성을 바꿔 놓았다. 추가적인 반등 추진력을 끌어올리기 위해서는 최근 4-5년 동안 불거졌던 경제 침체 우려에서 벗어나야 한다. 추가 악화에 대한 전망이 2023년 대비 완화되기는 했으나 여전히 강한 반등세를 기대하는 의견은 제한적이다.

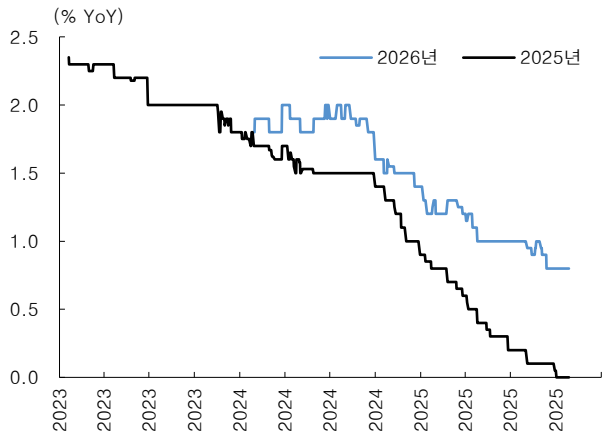
2025년 중국 경제성장률 추정치는 4.8%로 지난해 말 4.5%에서 +0.3%p 상향 조정됐는데, 2026년에 대한 기대는 상대적으로 약하다. 2025년 7월 이후 4.2%의 성장률 기대가 유지되고 있다.

[그림 59] 2025-2026년 중국 경제성장률 컨센서스 추이



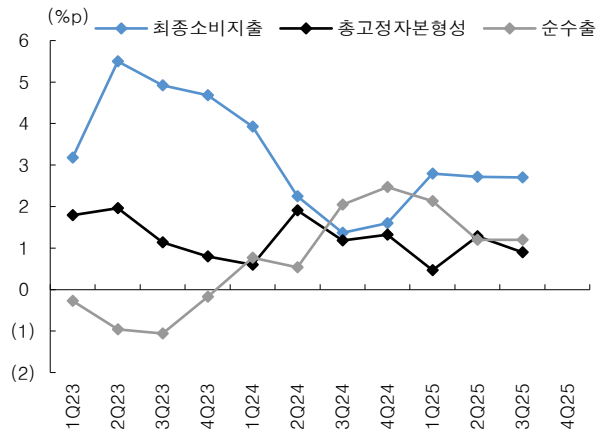
자료: Bloomberg, Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 60] 2025-2026년 중국 CPI 컨센서스 추이



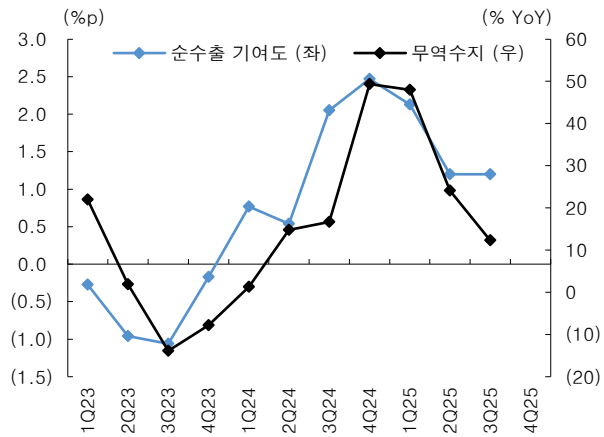
자료: Bloomberg, Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 61] 최종소비지출이 경제성장률 지지 기여



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 62] 순수출은 기여도는 추가 하락 여지 큰 상황



주: 2025년 무역수지는 1-3분기 누적 기준
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

물가로 증명해야 할 펀더멘탈 개선

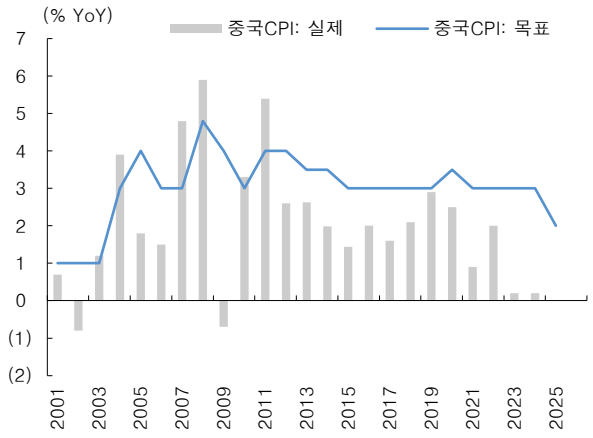
지금 가장 주목하는 지표는 물가다. ① Capex 증가(기업 유동성), ② 재정지출 증가(정부 유동성)가 진행되는 과정에서 중국은 ③ 예금의 활성화(가계 유동성)를 촉진시키고 있다. 수년간 디레버리징 국면을 지났던 3대 주체가 유동성을 풀고 있는 만큼 물가 반등이 동반되어야 할 상황이다. 유동성 공급에도 물가가 반등하지 못한다면 다시 한 번 '구조적 침체 리스크'가 불거질 수 있다.

CPI

목표치에 근접해갈 CPI

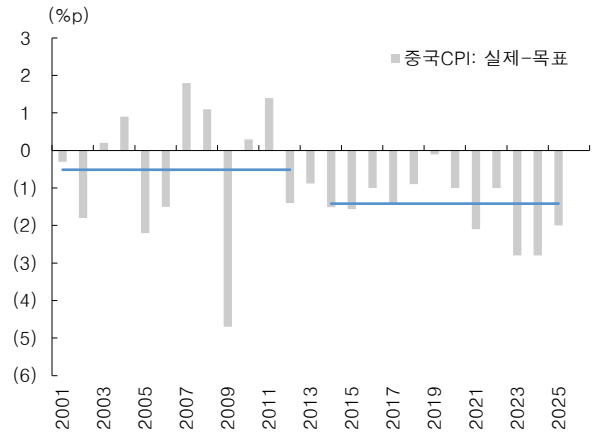
2000년 이후 중국 CPI는 연간 목표 수준에 부합하는 수준으로 유지되어 왔다. 2013년 시진핑 정부 이후로는 실제치가 계속 목표치 하회하고 있는데, 2021년 이후 하회폭이 더 커져 있다. 2013-2024년까지 목표 대비 실제 CPI는 평균 -1.4%p 낮았는데 2025년 3분기 누적 기준으로는 -2%p 하회 중이다. 주가는 목표 대비 실제치가 높아지는 흐름을 반영한다. 주식시장 강세를 정당화하기 위해서는 물가 상승이 필요하다.

[그림 63] 과거 중국 CPI는 목표 부합하는 수준으로 유지



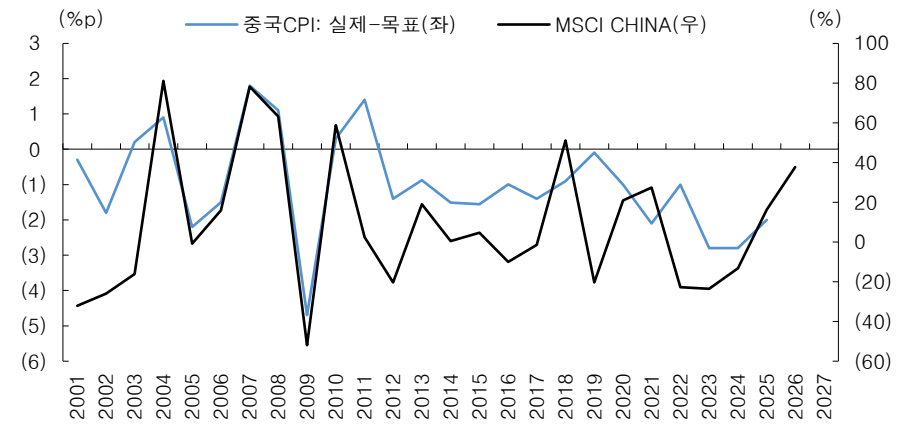
주: 2025년은 1-9월 누적 기준
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 64] 2013년 이후 목표치 대비 실제치 하회폭 확대



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 65] 목표 대비 물가가 오르는 구간에서 주가 강세 뚜렷. 주가가 1-1.5년 선행



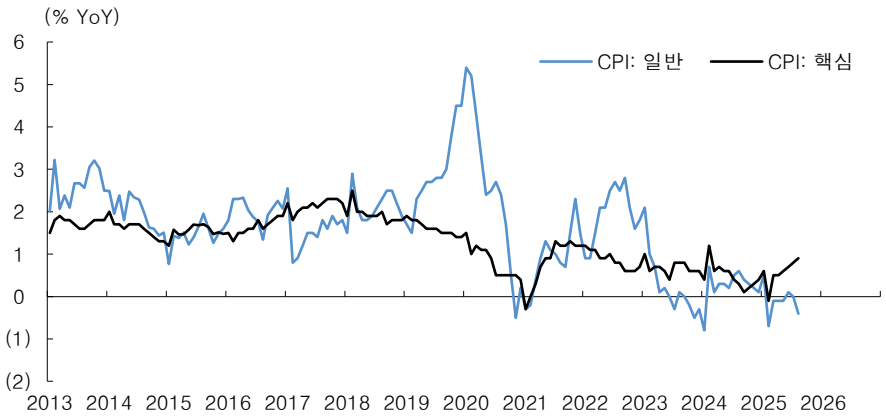
주: MSCI CHINA는 1년 선행
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

에너지/식품 제외한 핵심CPI는 반등

긍정적인 조짐이 나타나고 있다. 일반CPI 하락세가 지속되고는 있으나 에너지/식품을 제외한 핵심CPI는 이미 반등을 시작 중이다. 9월 핵심CPI는 전년동월대비 +1% 상승했는데, 5개월 연속 반등하면서 2024년 2월(+1.2%) 이후 가장 높은 수준까지 개선됐다.

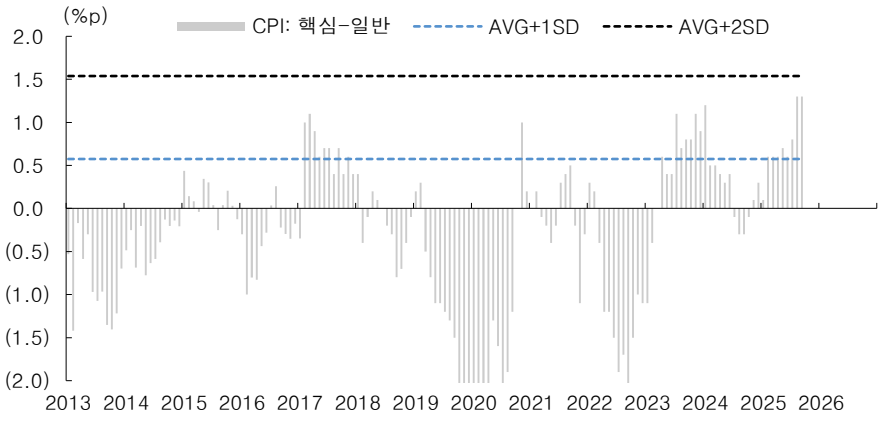
이러한 디커플링이 지속되기는 쉽지 않을 수 있다. 이미 핵심-일반CPI 스프레드는 과거 저항선이었던 평균(2013-2024년)+1SD를 넘어 역대 가장 큰 수준으로 벌어져 있다. 문제는 스프레드 축소를 일반CPI 상승이 아닌 핵심CPI 하락이 주도하게 된다면 중국 경기에 대한 불안감은 다시 증폭될 수 있다는 점이다. 2026년은 일반CPI가 핵심CPI보다 빠르게 오르는 흐름이 필요하다.

[그림 66] 핵심CPI는 오르는 반면 일반CPI는 여전히 반등 조짐 미미



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 67] 핵심CPI-일반CPI 스프레드는 역사적 고점. 추가 확대 가능성 제한적



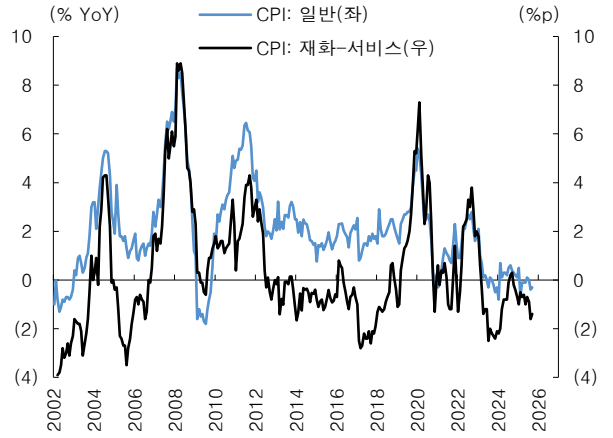
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

일반CPI는 서비스보다 재화 물가 영향

일반CPI는 서비스보다 재화 물가가 빠르게 오를 때 개선세가 크게 나타났다. 서비스 물가는 2월(-0.4%) 이후 반등폭이 커지고 있으나 재화 물가는 여전히 마이너스 국면에 머물러있다.

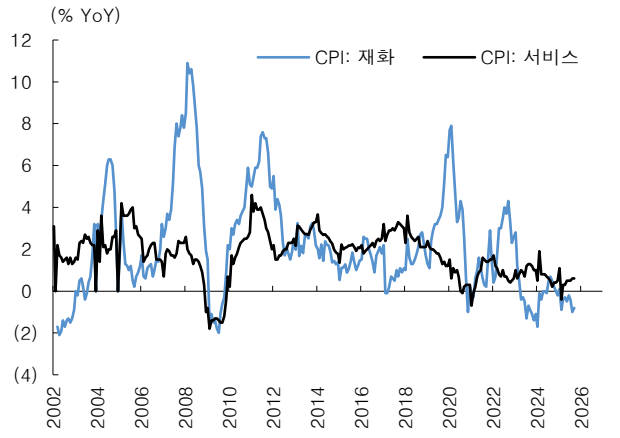
중국 CPI는 7개 부문으로 구성되어 있으며 식품/주류/담배가 약 30%로 가장 큰 비중을 차지한다. 그 중에서도 재화는 식품/담배/주류와 의류/신발, 생활용품, 교통/통신수단 등으로 나누어 볼 수 있는데, 하락폭이 커지고 있는 세부 항목은 서비스소비 성격이 짙은 육류와 주류가 대표적이다. 재화 물가를 자극하기 위해서는 서비스소비를 더 활발해져야 한다는 의미다. 향후 중국의 소비 촉진 분야가 최근 1-2년간 중점으로 추진했던 이구환신 등 내구소비재 교체보다 서비스에 집중될 가능성이 높다고 판단한다.

[그림 68] 서비스보다 재화 물가가 빠르게 오를 때 개선



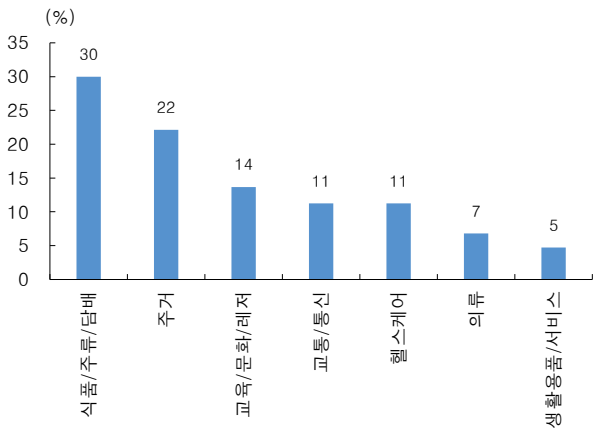
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 69] 서비스 물가 반등 vs. 재화 물가 하락



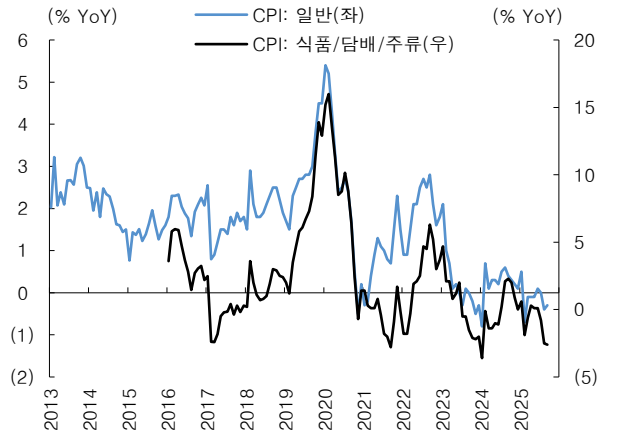
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 70] 식품/주류/담배 항목이 CPI 최대 비중으로...



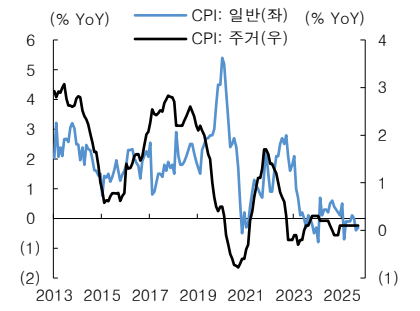
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 71] ...일반CPI와 높은 상관관계



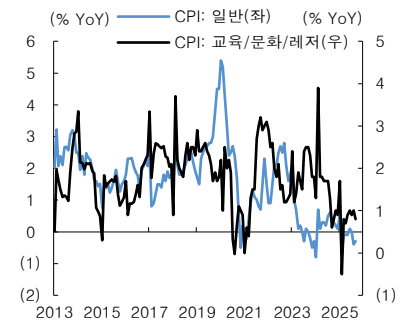
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 72] 주거 CPI 추이



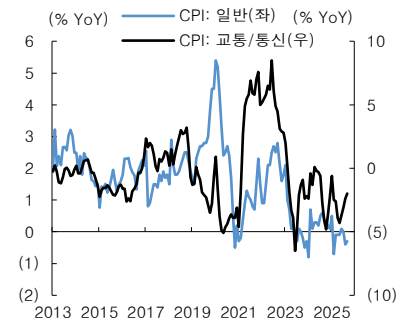
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 73] 교육/문화/레저 CPI 추이



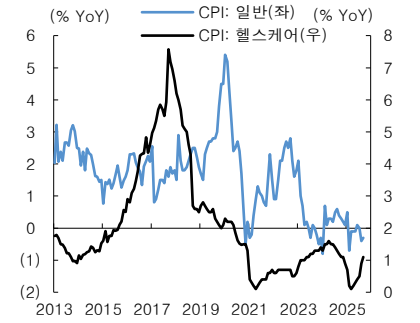
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 74] 교통/통신 CPI 추이



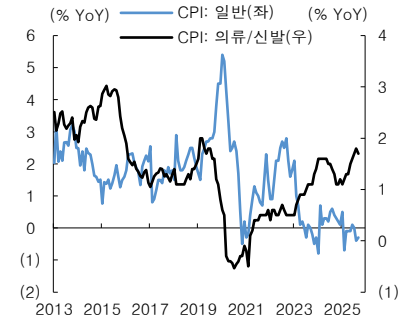
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 75] 헬스케어 CPI 추이



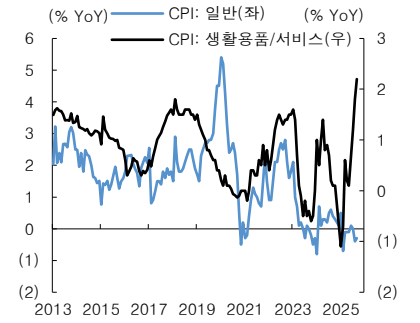
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 76] 의류/신발 CPI 추이



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 77] 생활용품/서비스 CPI 추이



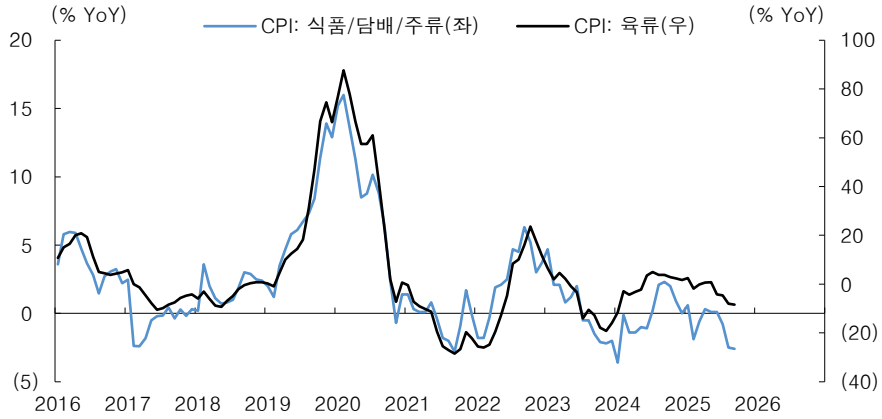
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

육류 중에서도 돼지고기 가격 반등 필요

식품/담배/주류와 높은 상관관계를 보이는 육류 CPI는 2024년 하반기 이후 반등 탄력을 잃고 낮아지고 있다. 육류 중에서도 소고기와 양고기 가격은 오름세로 전환된 반면, 돼지고기 가격이 약세를 지속하면서 물가 하락 압력을 키우는 중이다.

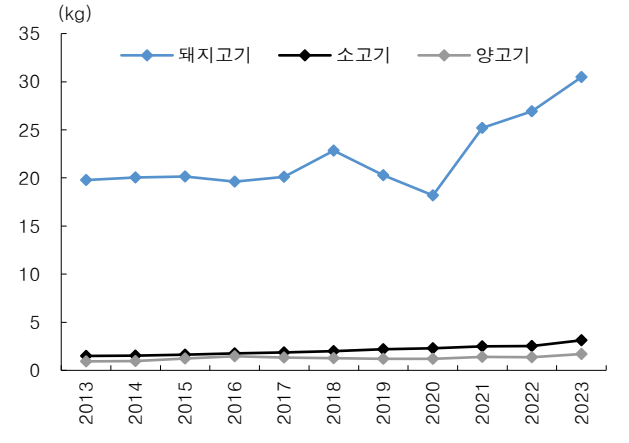
2023년 기준 중국 연간 1인당 돼지고기 소비량은 30kg로 소고기(3.2kg) & 양고기(1.7kg) 소비량을 크게 상회한다. 육류 부문의 CPI 개선은 사실상 돼지고기 가격의 반등이 유도해야 하는 구조다.

[그림 78] 육류 CPI는 하향 곡선



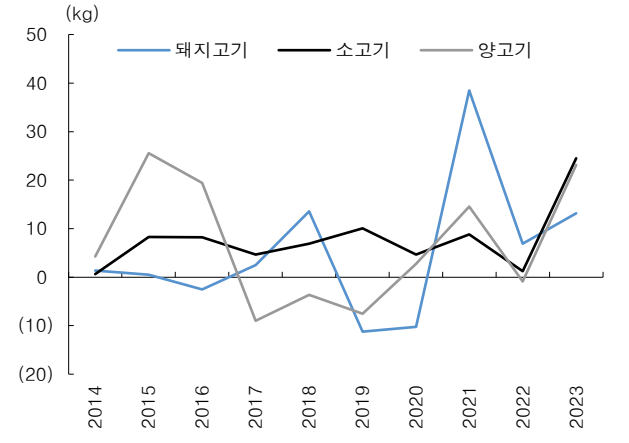
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 79] 돼지 vs. 소 vs. 양고기 1인당 소비량



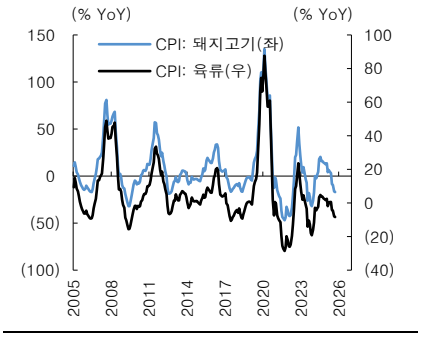
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 80] 돼지 vs. 소 vs. 양고기 1인당 소비 증가율



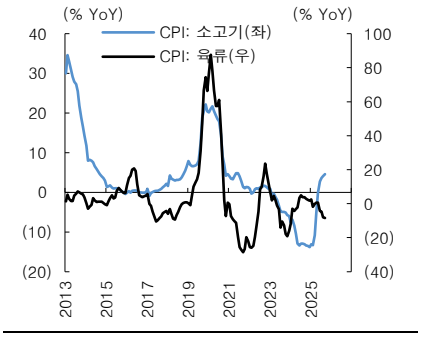
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 81] 돼지고기 CPI 추이



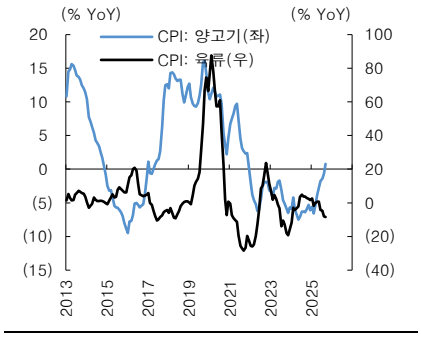
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 82] 소고기 CPI 추이



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 83] 양고기 CPI 추이



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

양돈 업계도 구조조정 대상

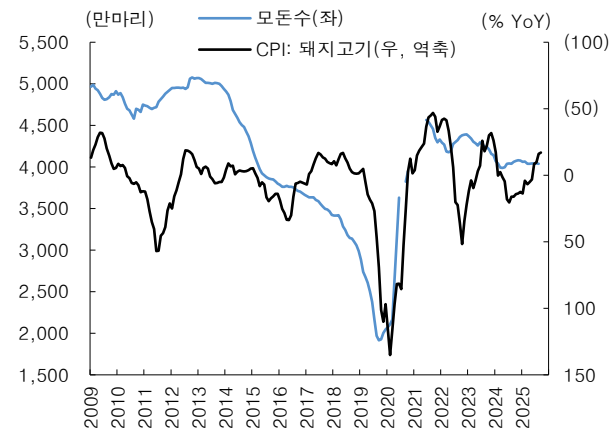
중국은 번식용 모돈 수 감축으로 돼지고기 가격 반등을 유도할 가능성이 높다. 2025년 9월 개최된 생돈 생산능력 통제 관련 기업 좌담회에서 모돈수를 약 100만마리 줄여 3,950만마리의 수준으로 유지하는 계획이 언급된 것으로 알려졌다. 중국 농업농촌부는 적정 모돈수를 약 3,900만마리로 평가하고 있으며, 2025년 상반기 기준 모돈수는 약 4,040만마리다.

2022년 이후 중국 평균 모돈수는 약 4,170만마리인데 이는 2014-2017년 평균 수준과 유사하다. 약 270만마리의 초과 공급이 이어지고 있는 중이다. 2013-2014년을 정점으로 모돈수 감소가 본격화됐다. 2014년은 돼지고기 가격은 하락, 사료비는 상승하면서 양돈업계의 마진 확보가 어려웠던 상황이다. 2015년부터는 각종 환경규제로 중소형 업자들의 생존이 어려워지면서 생산능력이 퇴출되는 효과가 있었다.

2016년은 13차 5개년 계획(2016-2020년)의 일환으로 '중국 돼지 생산 발전계획(2016-2020)'을 발표해 양돈업계의 집중화/대형화를 추진했다. 출하량 500만마리 이상의 규모화 사육 비중을 2014년 42%에서 2020년까지 52% 늘리고, 대형 기업의 도축량 비중도 68%에서 75%로 높이는 목표를 제시했다. 대내외 사이클 영향을 최소화하고 안정적인 공급을 유지하기 위함이다. 2017년말 모돈수는 약 3,420만마리로 2014년말(약 4,290만마리)대비 865만마리가 줄었다. 모돈 수 감축을 물가 상승 유도 계획으로 가동시킨다면 100만마리 규모는 부담스러운 정도가 아니며 현실 가능성도 높다고 판단한다.

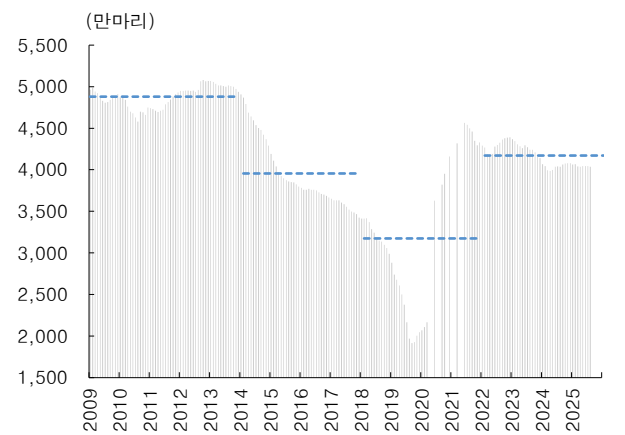
2018-2019년은 특별한 케이스다. 당시 동아시아 지역의 아프리카돼지열병 충격으로 모돈수와 전체 사육수가 큰 폭으로 줄었고, 2020년 초까지 돼지고기 CPI는 전례 없는 수준으로 급등했다. 2020-2021년은 중국이 2008년 통계 이래 가장 많은 돼지고기 수입을 단행한 시기이기도 하다.

[그림 84] 모돈수 축소로 돼지고기가격 반등 유도 가능



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 85] 중국 모돈수 및 구간별 평균 추이

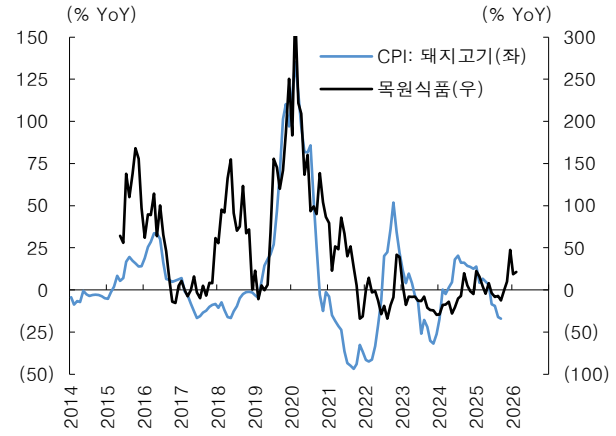


자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

5년만에 상승세로 전환한 중국 돼지고기 기업 주가

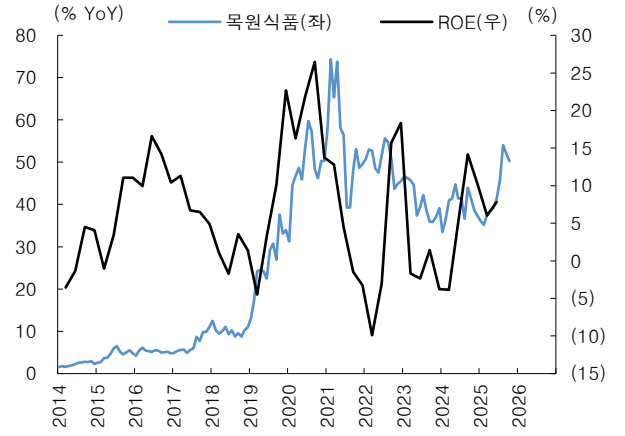
중국 대표 돼지고기기업 목원식품의 주가는 향후 돼지고기 물가의 반등을 시사하고 있다. 목원식품은 중국 돼지고기 CPI를 5-6개월 선행해서 움직인다. 목원식품 주가는 2025년 상반기를 저점으로 반등을 본격화하면서 연초대비 +36%까지 올랐다. 2021년 이후 4년 연속 지속되어 온 하락세가 마무리되어 가고 있다(2021년 -1.6%, 2022년 -8.2%, 2023년 -14%, 2024년 -4.7%). 목원식품 주가는 ROE를 설명한다. 목원식품의 주가 반등은 중국 양돈 업계 전반적인 ROE 개선을 시사하며 이는 돼지고기 가격의 상승 사이클이 준비중임을 시사한다.

[그림 86] 목원식품 주가는 돼지고기 CPI를 5-6개월 선행



주: 목원식품 주가는 5개월 선행
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 87] 목원식품 매출/이익 모두 반등세 진입



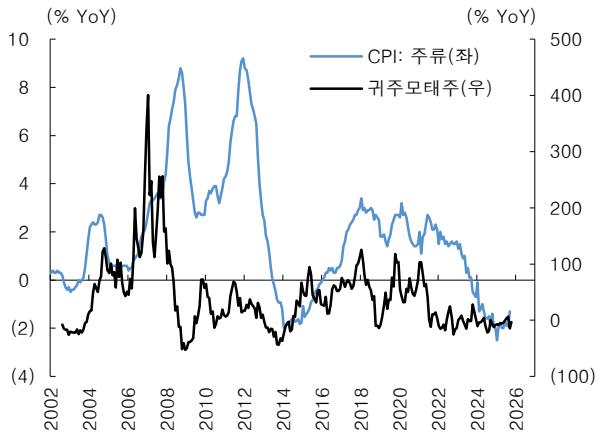
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

요식업 활성화를 위한 사회적 분위기 전환 목소리

중국 대표 백주기업 귀주모태주 주가와 유사하게 움직이는 주류CPI도 부진하다. 2013년 시진핑 정부 출범 이래 '반부패' 슬로건과 함께 공무원 지출/모임 등을 제한하는 움직임이 지속되면서 백주 등 고급주류 소비가 과거와 같이 원활하게 이뤄지기 어려운 상황이 계속되고 있다. 중국인들의 주류 소비 패턴 변화보다는 사회적 분위기 영향이 크다고 평가한다. 2014-2015년 이후 백주를 비롯해 와인/맥주 생산량은 모두 감소세로 진입했다. 시진핑 주석 집권 시점과 유사하다. 위스키 수입량이 늘고는 있으나 다른 주류들을 대체할 만큼의 규모는 아니다.

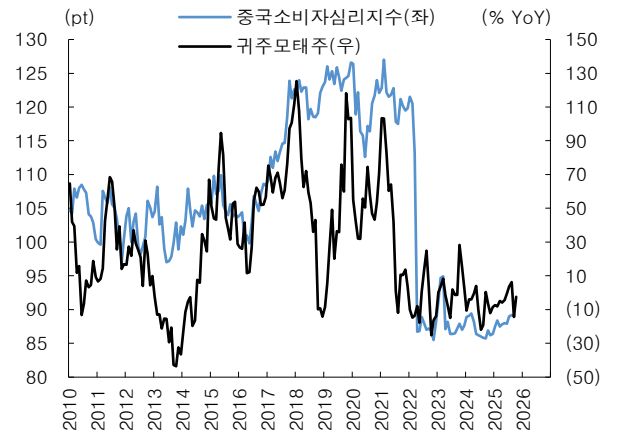
2025년 4월 리창 총리가 주재한 경제 전문가 및 기업인 좌담회에 참석한 바 있는 리쉰레이 중태국제 수석 이코노미스트는 10월 공개 포럼에서 서비스소비 촉진 중에서도 특히 요식업 분야가 어렵다고 평가하며 음주 분야 규제 완화를 제안했다. 중국이 2035년까지 중진국을 목표로 하는 가운데, 서비스/요식업/주류소비 분야가 생활 수준에 부합해야 한다고 강조했다.

[그림 88] 주류CPI와 귀주모태주 주가는 유사



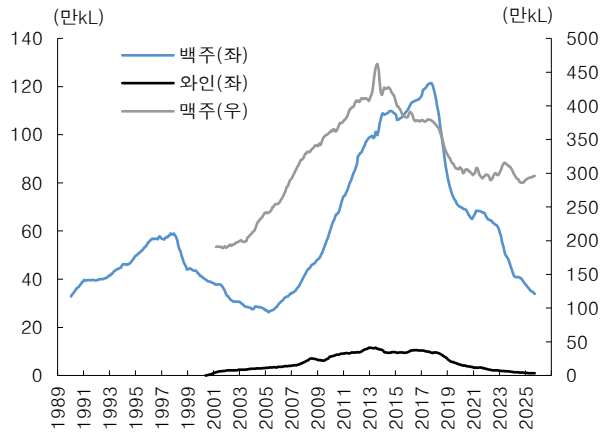
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 89] 소비자심리지수와 귀주모태주 주가 추이



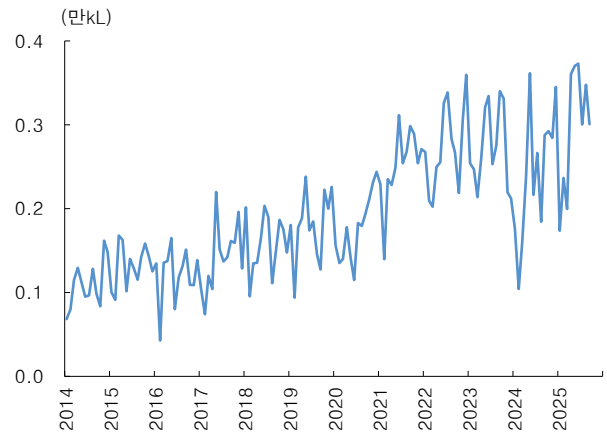
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 90] 백주/와인/맥주 생산량은 2015-2018년 정점



주: 12개월 이동평균
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 91] 위스키 수입량 증가하지만 규모는 미미



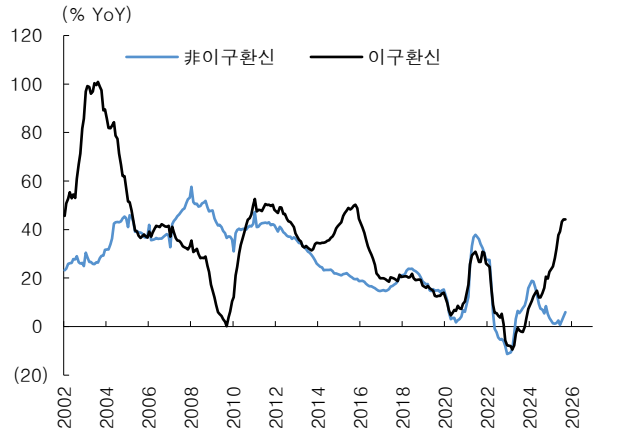
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

이구환신보다는 非이구환신

非이구환신(의류/신발+화장품)과 이구환신(가전+통신기기) 소비 증가율은 역사적인 괴리를 보이고 있다. 서비스 성격이 강한 非이구환신 소비는 약한 반면 보조금 효과와 함께하는 재화 성격이 강한 이구환신 소비는 고공행진을 보이고 있다.

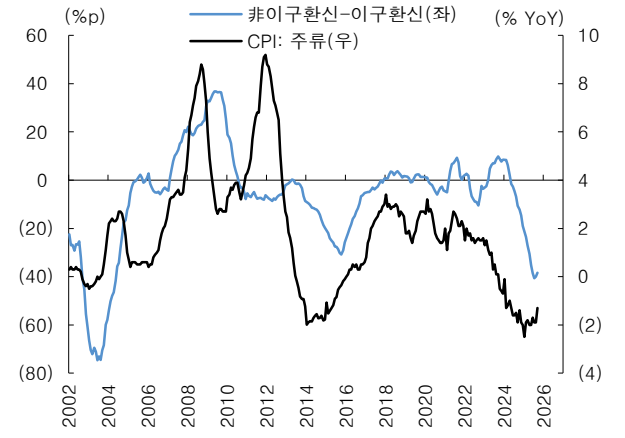
2010년대 초반과 유사하다. 2008-2009년 글로벌 금융위기에 대응해 중국은 4조위안 규모의 인프라 부양책과 함께 이구환신 정책을 가동시켰다. 당시에도 이구환신 소비는 빠르게 반등했지만 그 외 소비는 회복세가 나타나지 못했다. 앞으로 중국 정부의 내수 촉진 정책은 이구환신보다 非이구환신 관련 소비를 자극시키는데 집중될 것이다. 非이구환신 – 이구환신 소비 증가율 격차는 주류CPI와도 높은 상관관계를 보인다. 그동안 주식시장과도 동행하는 모습을 보였는데, 2024년 이후 디커플링이 심화되고 있다. 중국이 도구화 시킨 주식시장의 상승세를 유지시키 위해서는 非이구환신 소비의 탄력적인 개선이 필요하다.

[그림 92] 非이구환신 vs. 이구환신 소비 간 역사적인 괴리



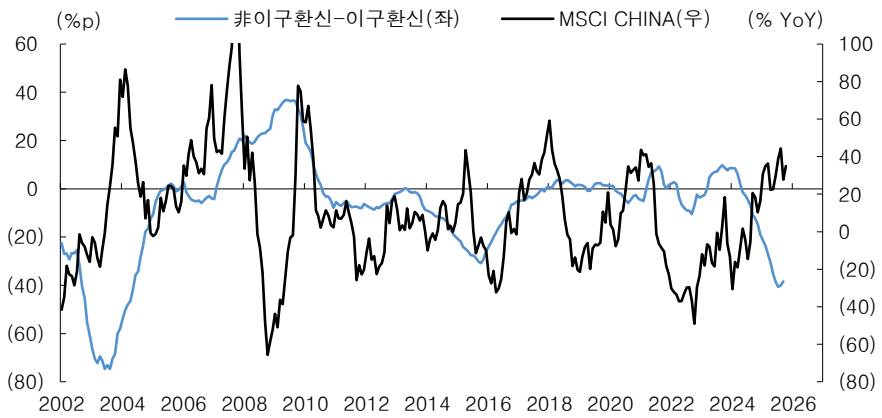
주: 1. 非이구환신은 의류/신발+화장품, 이구환신은 가전+통신기기
2. 12개월 이동평균
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 93] 非이구환신 소비가 더 강할 때 주류CPI 반등



주: 1. 非이구환신은 의류/신발+화장품, 이구환신은 가전+통신기기
2. 12개월 이동평균
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 94] 주식시장이 버텨주려면 서비스성격의 非이구환신 소비 활성화 필요



주: 非이구환신은 의류/신발+화장품, 이구환신은 가전+통신기기
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

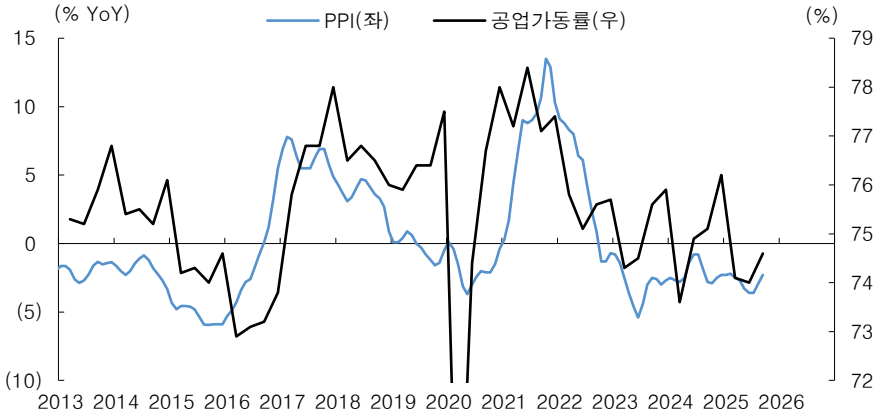
PPI

수출보다 내수가 중요한 PPI

중국 PPI는 36개월째 마이너스를 지속하고 있다(2022/10-2025/9). 기업들의 수익성 확보가 어려운 상황이다. 중국 정부가 15차 5개년 계획 동안 구조적으로 문제가 되어왔던 과잉공급에 대응하고 수요를 촉진시켜야 하는 이유가 될 것이다. 이구환신 정책을 통해 일부 산업에서 변화를 보일수는 있지만 경제 전반적으로 영향을 미치기에는 한계가 있다.

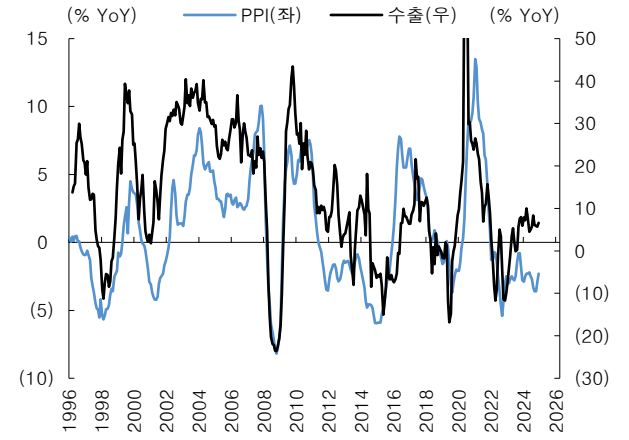
대외 불확실성이 커지는 가운데 그 어느때보다 내수 수요를 빠르게 끌어올려야 하는 시점이다. 중국 기업들의 가동률은 수출 사이클도 중요하지만 내수 주문이 수출 주문보다 더 클 때 반등하는 패턴을 보여왔다. 2024년 이후 중국 수출은 견조한 반면 가동률 반등이 제한적이었던 이유로 해석할 수 있다.

[그림 95] 중국 PPI 회복은 기업 가동률 상승으로 반영



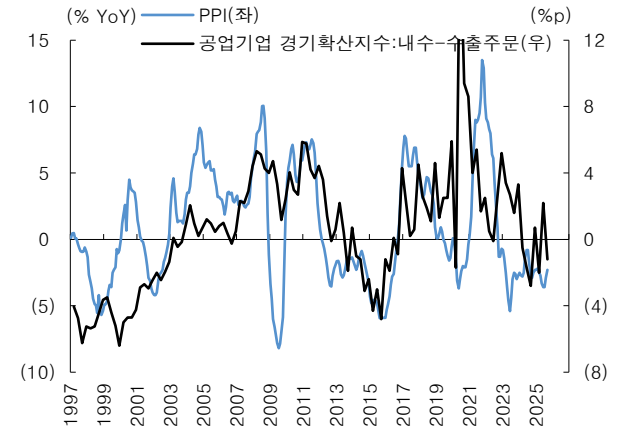
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 96] 가동률 제고에는 수출도 중요하지만



주: 수출 증가율은 3개월 이동평균
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 97] 내수 영향이 더 크게 작용



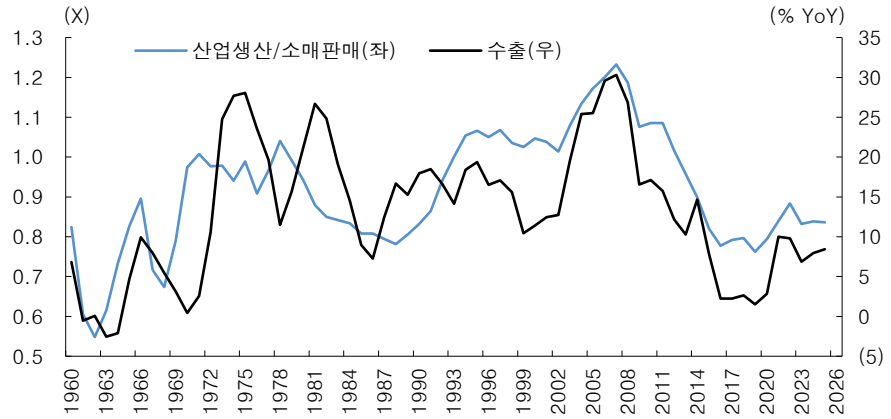
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

예전 같지 않을 수출, 예전과는 달라질 정책

그동안 소매판매 대비 산업생산이 더 많이 증가했던 구간은 수출이 호조를 보인 시기였다. 대내수요가 약해도 대외수요가 견조하면 기업들은 생산을 빠르게 늘렸다. 산업생산/소매판매 비율은 2001년 WTO에 가입하면서 한단계 높아진 이후 2007년에 정점을 찍고 낮아졌다. 현재는 중국의 2차 개혁개방 시기로 불리는 1992년 남순강화 이전 수준으로 내려와 있다. 중국은 선택의 기로에 놓여 있다. 1995년 WTO 출범과 함께 글로벌화가 본격화됐고, 약 30년이 지난 지금은 정반대의 상황이 펼쳐지고 있다. 과거와 같은 무역 활성화가 재개되기 어려운 상황이 펼쳐지는 가운데 중국의 공격적인 생산활동도 유지되기 어렵다.

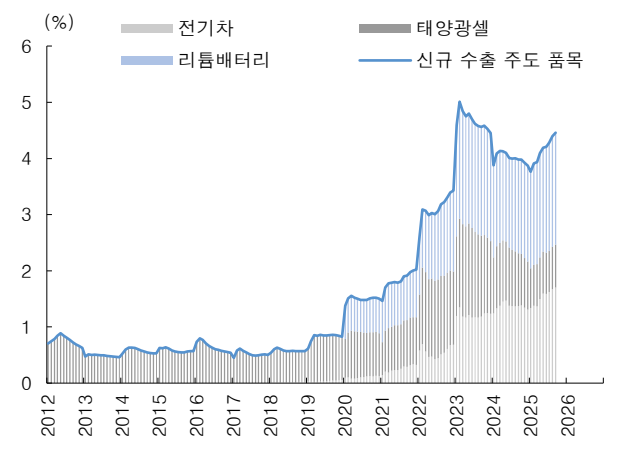
2018년 시진핑 2기부터 중국 수출의 성격이 전환되고는 있으나 아직까지는 과도기이며, 전세계적인 자국 우선주의로 인해 언제든지 수출이 타격 받을수 있는 환경이 계속되고 있다. 중국이 수출 개선을 베이스 시나리오로 향후 불확실성에 대응할 가능성은 제한적이다.

[그림 98] 수출이 견조할 때 중국은 소비보다 생산이 더 빠르게 증가



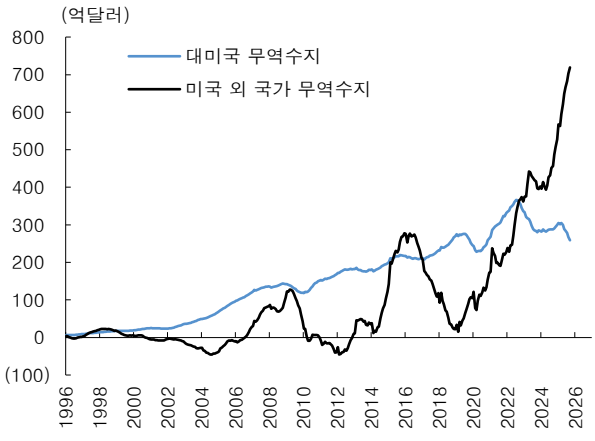
주: 수출 증가율은 5년 이동평균
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 99] 중국 주도 산업의 수출 비중 확대



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 100] 미국 아닌 다른 지역에서 구조적인 성과

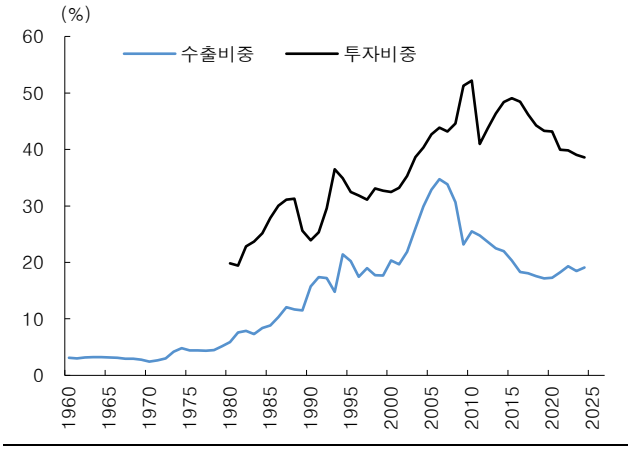


자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

신규 투자보다 구조조정이 급선무

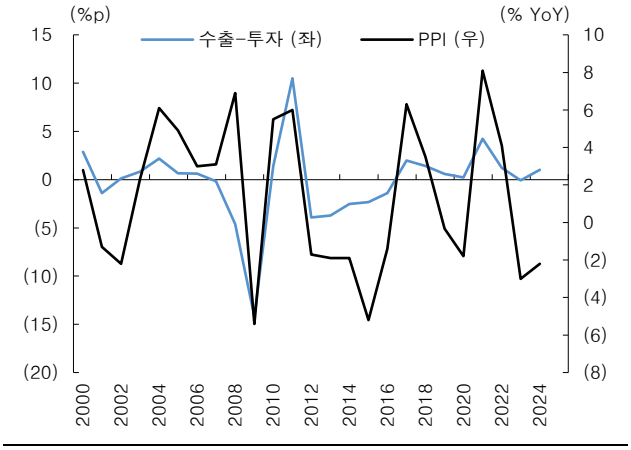
중국은 2008-2009년 글로벌 금융위기 대응책으로 4조위안 인프라 패키지를 가동시키면서 과거대비 생산능력이 과도하게 늘어나 있다. 과거와 같이 수출을 통해 물가를 회복시키는 방식이 유의미한 성과를 거두기 어려울 수 있음을 시사한다. 그동안 중국 PPI는 수출 사이클과 동행했고, 수출가격도 이와 함께 움직여왔다. 그러나 2024년 이후부터는 다른 흐름이 나타나고 있다. 수출과 수출가격은 함께 반등하고 있는 반면 PPI는 여전히 부진하다. 앞으로 중국은 불필요한 생산능력은 줄이고, 향후 불확실성이 커질 대외수요가 아닌 대내 균형을 맞추는데 집중할 가능성이 높다고 생각한다.

[그림 101] 대외수요 불확실성은 투자를 제한한 가능성



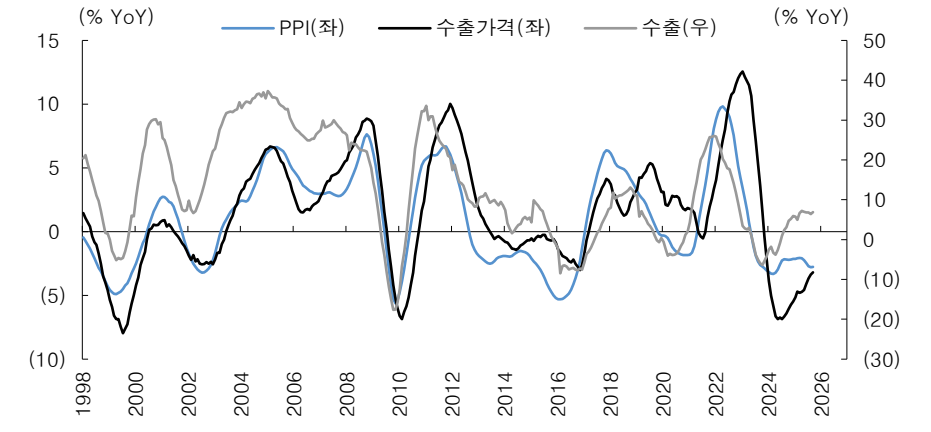
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 102] 대내수요를 자극시킬 명분 뚜렷



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 103] 수출 & 수출가격은 개선되는 반면 PPI는 정체



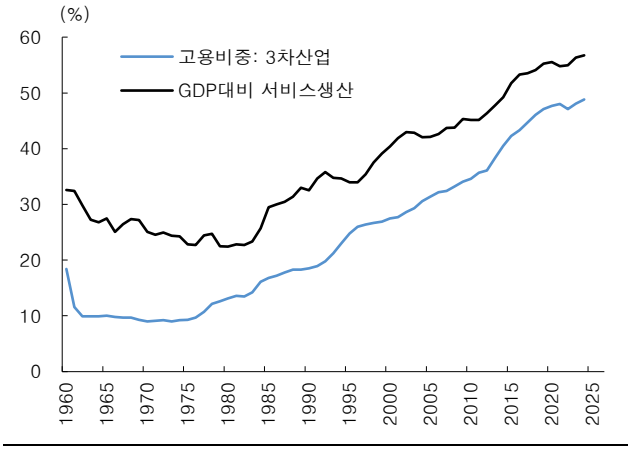
주: 12개월 이동평균
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

고용/생산은 제조업보다 서비스업이 핵심

산업 구조조정 및 노후 생산능력 퇴출이 어려울 것이라는 우려는 고용 침체와 연결될 때가 많다. 그러나 중국 고용에서 약 50%는 서비스업 성격이 강한 3차산업이 담당하고 있다. GDP대비 서비스업 생산도 함께 증가하면서 산업 확장이 고용을 이끄는 선순환 구조를 유지하고 있다. 2차산업은 다른 모습을 보이고 있다. GDP대비 산업생산 비중은 2000년대 중후반을 정점으로 감소하기 시작했는데, 이 기간 고용 비중은 크게 늘었다. 2004-2007년은 수출 비중이 늘어난 효과로 볼 수 있지만 2008-2009년은 과도한 인프라 투자가 초래한 결과물이었다.

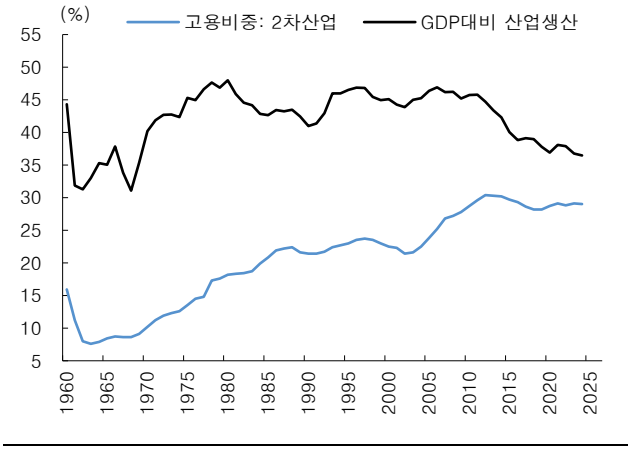
외형 성장은 정체된 가운데, 유휴 생산능력과 인력은 오랜 기간 유지되고 있다. 중국은 4중전회를 통해 향후 5년동안 전통산업 업그레이드 분야에서 약 10조위안 규모의 시장이 형성될 것으로 전망했다. 과잉생산 야기 산업은 외형 확장보다 체질 개선 통한 신규 수요 창출이 주요 정책 방향임을 시사한다.

[그림 104] 서비스업은 고용/생산 비중 모두 확대



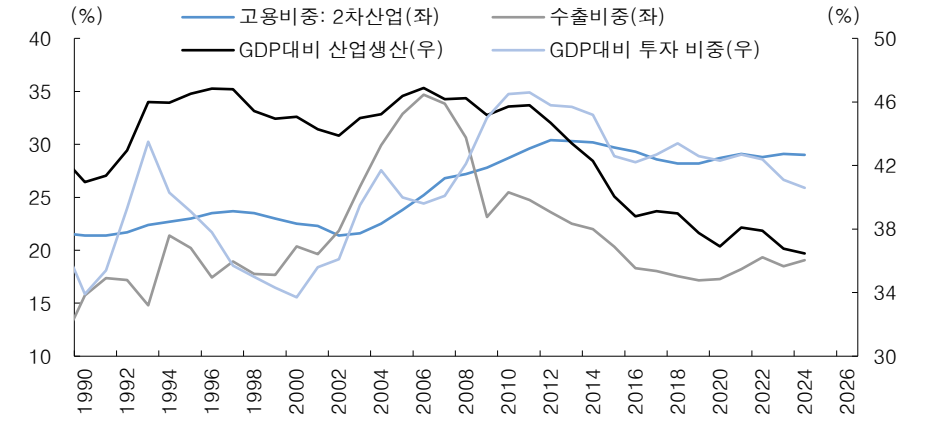
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 105] 제조업은 생산 비중 줄어드는 반면 고용 유지



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 106] 2008-2009년 4조위안 패키지는 수요 대비 과도한 생산능력 확보 초래



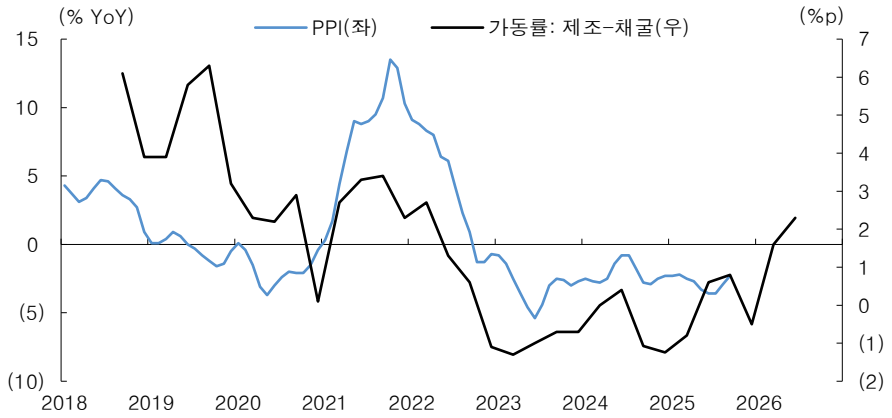
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

업스트림은 구조조정
다운스트림은 가동률 활성화

업스트림(채굴/가공)보다는 다운스트림(제조)의 가동률이 빠르게 개선될 때 PPI 반등도 가속화된다. 이는 향후 중국 정부가 과잉생산을 야기하는 업스트림 부문의 생산능력을 퇴출시킬 명분이 될 수 있다.

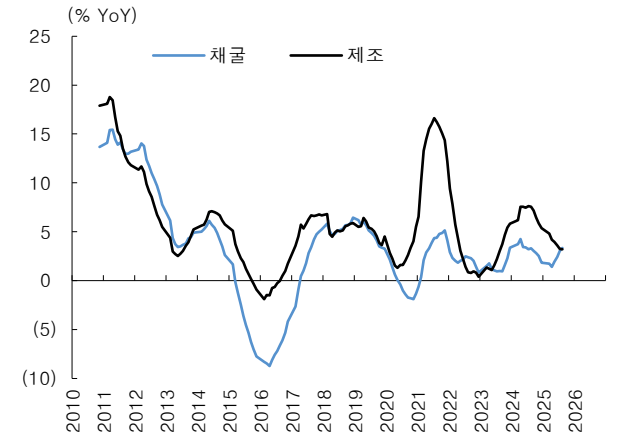
중국 제조업과 채굴업 가동률 스프레드는 PPI를 3-4개 분기 가량 선행해서 움직이는데 2024년부터 1분기를 저점으로 본격적인 반등 흐름을 보이고 있다. 가동률이 설명하는 중국 PPI의 저점은 2025년 2-3분기일 가능성이 높다고 판단한다. 2015-2016년 구조조정 시기에도 제조업보다 채굴업 부문의 전력 사용량이 급감했고, 이를 기점으로 유통 및 숙박/요식업의 전력 사용량 비중이 채굴업을 넘어서기 시작했다. 채굴업 부문 구조조정이 중국 헤드라인 지표에 미칠 영향도 제한적인 국면으로 진입한 것으로 판단한다.

[그림 107] 제조-채굴업 가동률 스프레드는 PPI를 3-4개 분기 선행



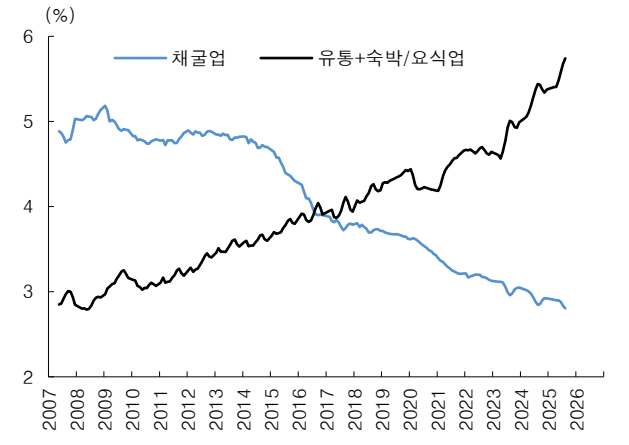
주: 가동률 스프레드는 3개 분기 선행
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 108] 2015-2016년 채굴업 중심으로 전력사용 급감



주: 12개월 이동평균
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 109] 유통/숙박/요식업 전력사용 비중이 채굴업 상회



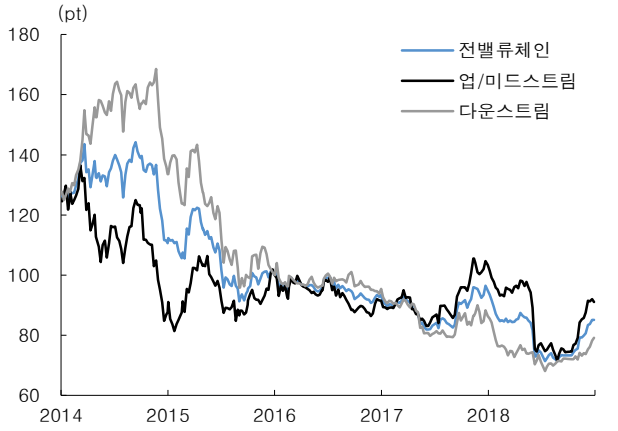
주: 12개월 이동평균
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

대표사례: 태양광

중국의 태양광 산업이 명확한 예시가 될 수 있다. SOLARZOOM 태양광관리자지수는 태양광 밸류체인의 심리를 반영한다. 각 밸류체인별 40개 대표 상장사를 대상으로 진행되는 서베이로 업/미드스트림은 폴리실리콘/웨이퍼, 모듈/셀, 변압기, 장비/소재 부문, 다운스트림은 EPC, 운영 부문을 포함한다.

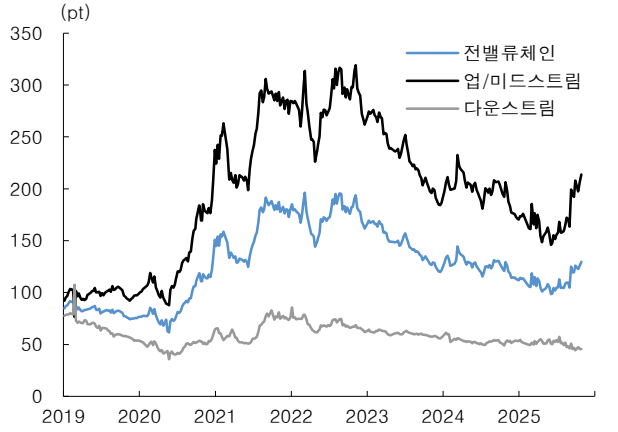
2018년까지 태양광 업/미드/다운스트림 업계의 경기 평가는 유사했으나 2019년부터 달라졌다. 특히 태양광 투자가 공격적으로 단행됐던 2020-2022년 업/미드스트림지수는 전례 없는 속도로 상승한 반면, 다운스트림지수는 따라가지 못했다. 이 과정에서 주가는 급등했는데, 상승세는 계속되지 않았다. 과도한 공급에 비해 유의미한 수요 개선이 확인되지 않았기 때문이다. 결국 기업들은 재고 처분을 위해 원가 이하의 낮은 가격으로 비효율적인 경쟁을 지속했고, 이는 약 2-3년간의 태양광 산업 조정기를 초래했다. 2025년의 상승(Ytd +30%)은 7월부터 본격화됐고, 이는 중국 정부의 '소모적 악성경쟁' 방지 슬로건 강화 시점과 유사하다.

[그림 110] 2018년까지 유사한 경기전망 보였던 태양광



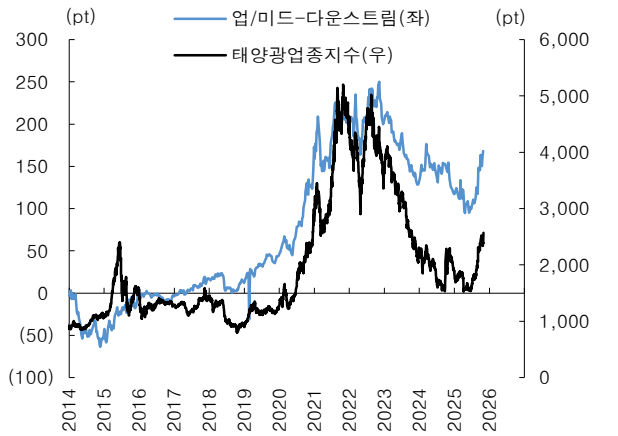
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 111] 2019년 지나면서 다운스트림 경기 개선세 부재



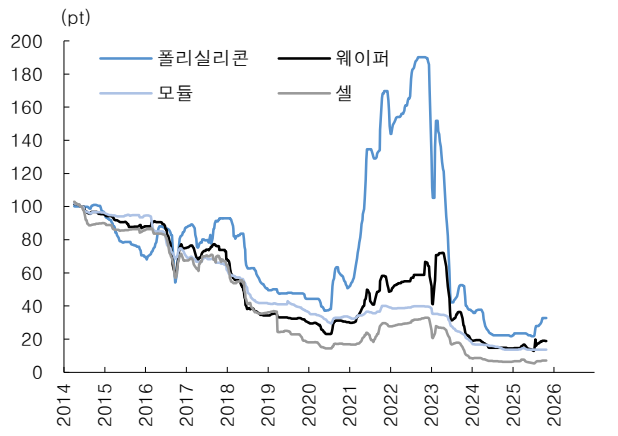
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 112] 2023년부터 급락한 태양광업종지수



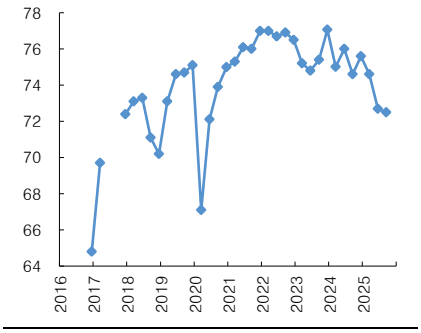
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 113] 수요 동반 기대로 올랐던 가격 상승분 반납



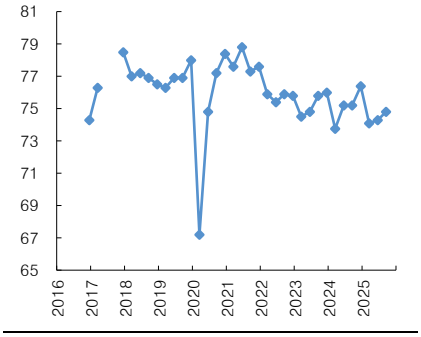
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 114] 채굴업 가동률



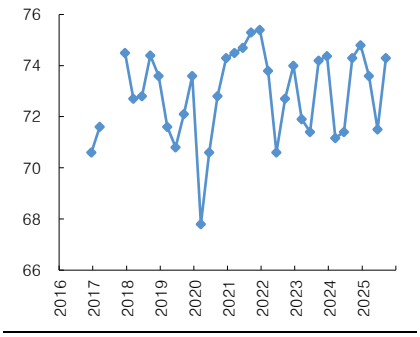
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 115] 제조업 가동률



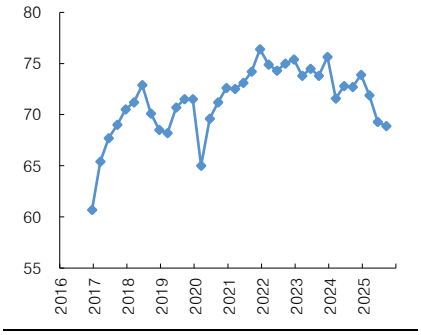
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 116] 전력/열/가스 공급 가동률



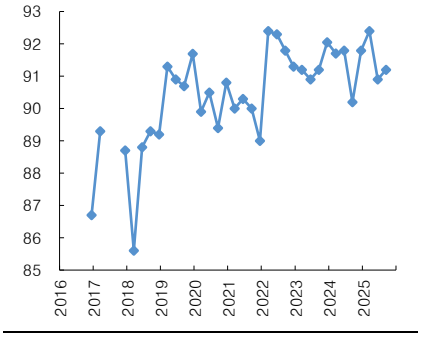
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 117] 석탄채굴 가동률



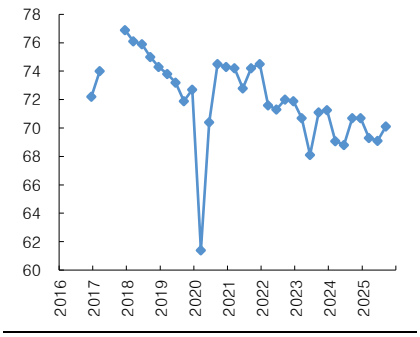
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 118] 석유/천연가스채굴 가동률



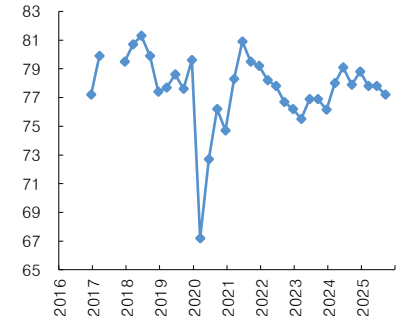
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 119] 식품제조 가동률



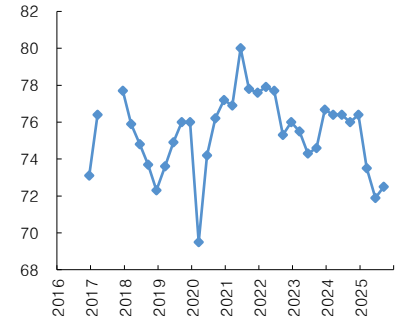
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 120] 방직업 가동률



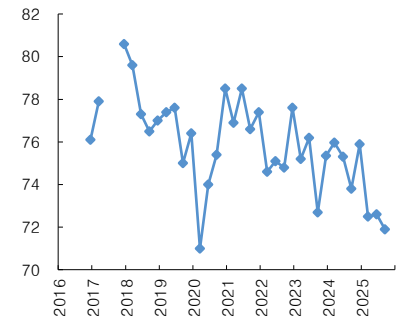
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 121] 화학원료/제품 가동률



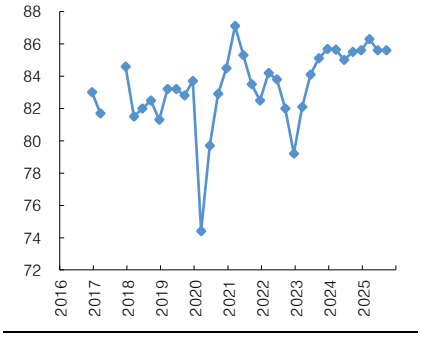
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 122] 의약제조 가동률



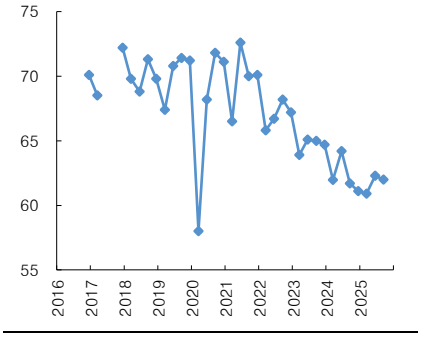
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 123] 화학섬유 가동률



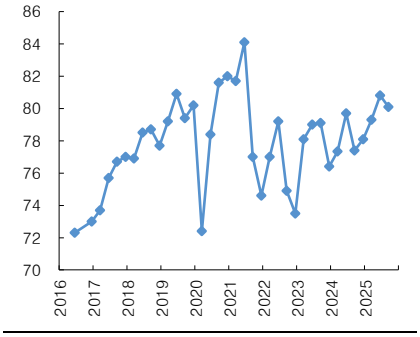
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 124] 비금속광물제조 가동률



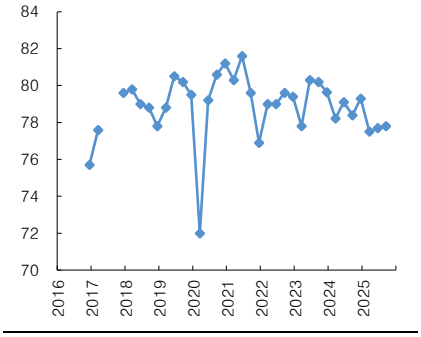
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 125] 철금속제련 공급 가동률



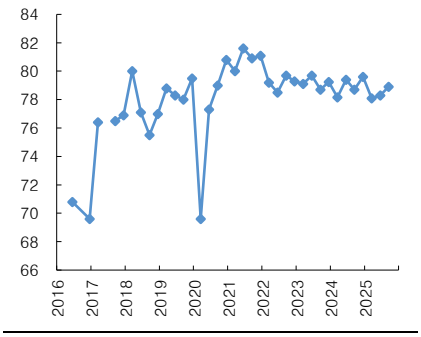
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 126] 비철금속제련 가동률



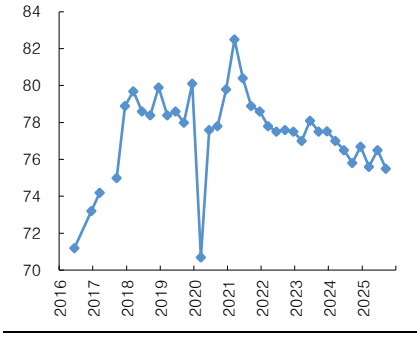
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 127] 일반장비제조 가동률



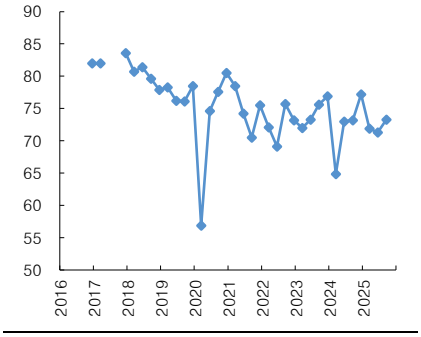
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 128] 특수장비제조 가동률



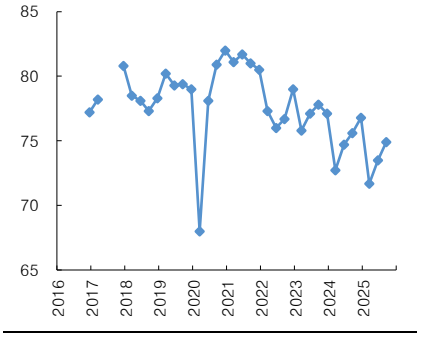
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 129] 자동차제조 가동률



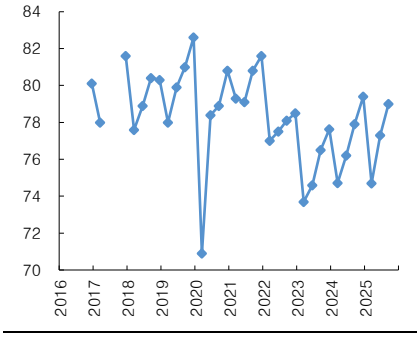
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 130] 전기기계제조 가동률



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 131] 컴퓨터/전자기기 가동률



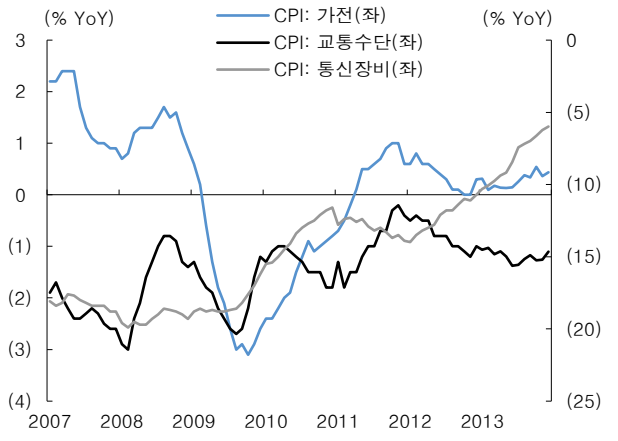
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

과거 이구환신으로 물가 개선 경험

과거 중국은 이구환신을 통한 소비재 가격 반등 유도에 성공한 바 있다. 2009년 가전/교통수단/통신장비 CPI는 모두 마이너스를 기록 중이었고, 특히 통신장비는 -20%의 하락폭을 기록 중이었다. 2012년까지 이어진 이구환신 효과로 가전CPI는 플러스로 전환됐고, 교통수단/통신장비도 하락폭을 크게 축소했다.

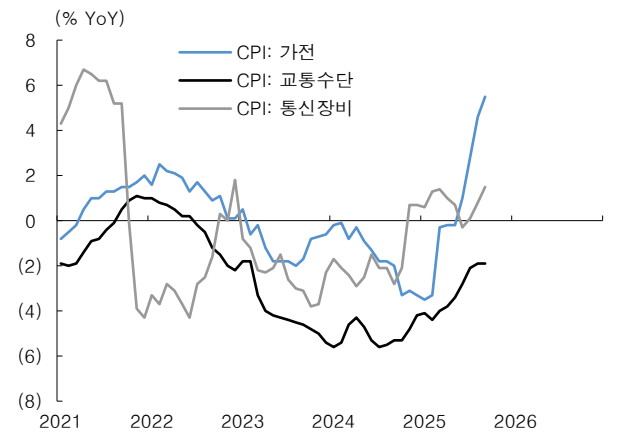
2024년부터 시작된 이구환신도 유사한 성과를 보이고 있다. 가전/통신장비는 2-3년 동안의 마이너스 물가 국면에서 벗어나는데 성공했고, 교통수단도 하락폭을 축소하는 흐름이 지속되고 있다. 보조금 효과와 동반된 각 품목별 CPI의 반등은 후행적으로 관련 기업들의 PPI 개선을 유도할 가능성이 높아 보인다. 3개 산업의 PPI는 아직까지 CPI 반등폭 만큼 오르지 못했다. 관련 기업들의 수익성과 연결되는 PPI의 개선까지 확인된다면 회복이 더딘 분야로의 정책 확장이 합리적인 단계가 될 것으로 보인다.

[그림 132] 2010~2012년 이구환신 효과



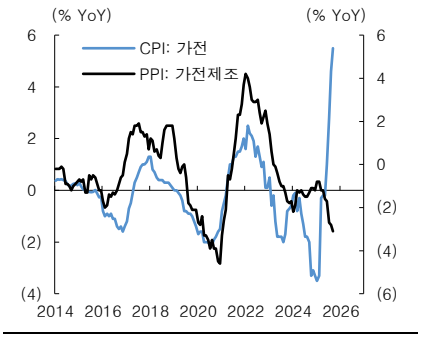
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 133] 2024-2025년 이구환신 효과



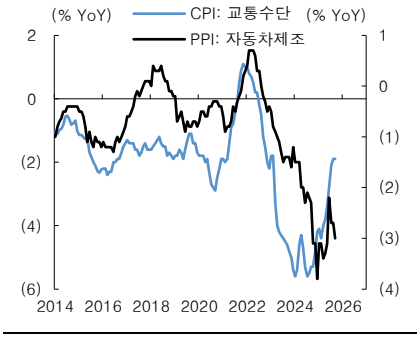
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 134] 가전 CPI vs. PPI



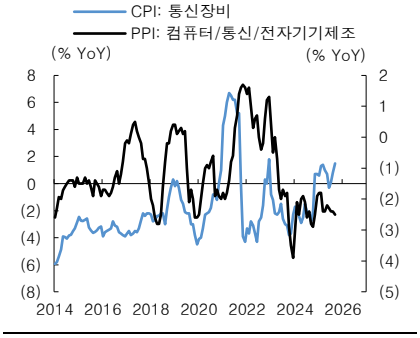
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 135] 교통수단 CPI vs. PPI



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 136] 통신장비 CPI vs. PPI



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

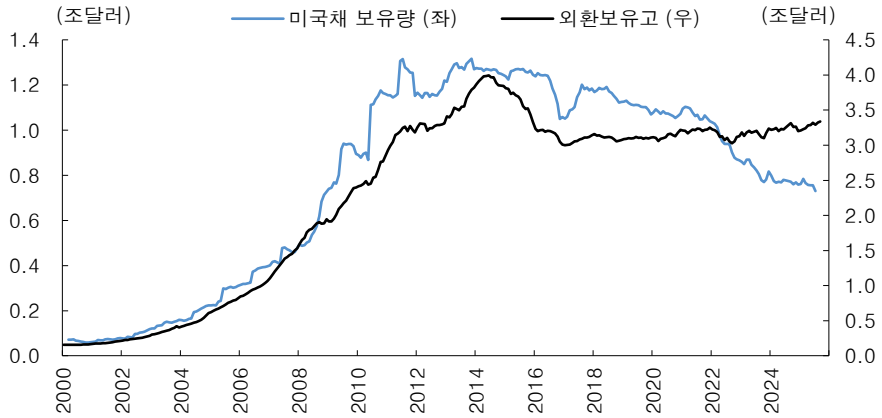
4. 미국과의 연결고리 약화. 본격적인 내수 확대 가동

부동산시장 자극 시나리오

미국과의 디커플링 = 중국 내수 자극 조건

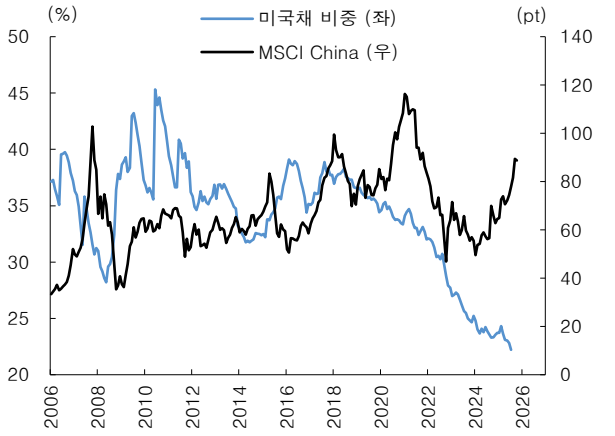
2001년 WTO 가입과 함께 중국은 전세계 공장으로 발돋움했다. 외환보유고가 빠른 속도로 쌓여갔고, 중국은 이 과정에서 미국채를 늘려갔다. 글로벌 최대 생산국으로서 최대 수요국인 미국과의 관계가 안정적이어야 했기 때문이다. 공교롭게도 2013년 시진핑 정부 출범 이후로 미국채 보유량은 늘지 않았다. 트럼프 1기부터는 점진적으로 미국채를 매각했고, 바이든 정부에서는 3000억달러 이상 감소했다. 2008-2009년 글로벌 금융위기 이후 중국의 외환보유고 대비 미국채 비중은 주식/부동산시장과 높은 상관관계를 보여왔다. 그러나 주식시장은 2024년부터 본격적인 디커플링을 시작했고, 부동산시장은 2025년 하반기부터 변화의 조짐을 보이고 있다. 중국은 미국과의 연결고리가 약해진 틈을 타 주식시장을 본격적인 부양책으로 가동하고 있다. 부동산에서도 유사한 방식이 가동될 가능성이 있다.

[그림 137] 공교롭게도 2013년 시진핑 집권 이후 미국채 본격적으로 줄이기 시작



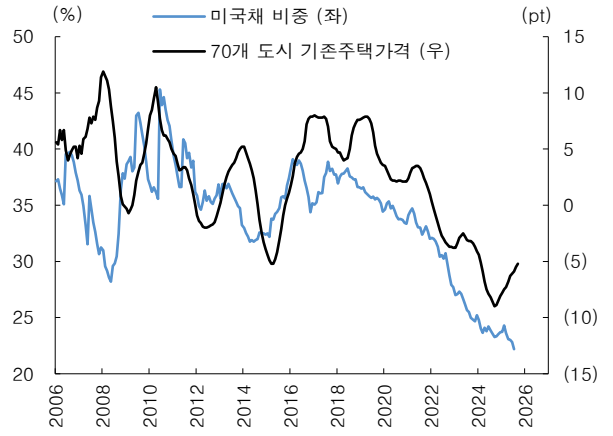
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 138] 미국채 보유 비중과 주식시장 추이



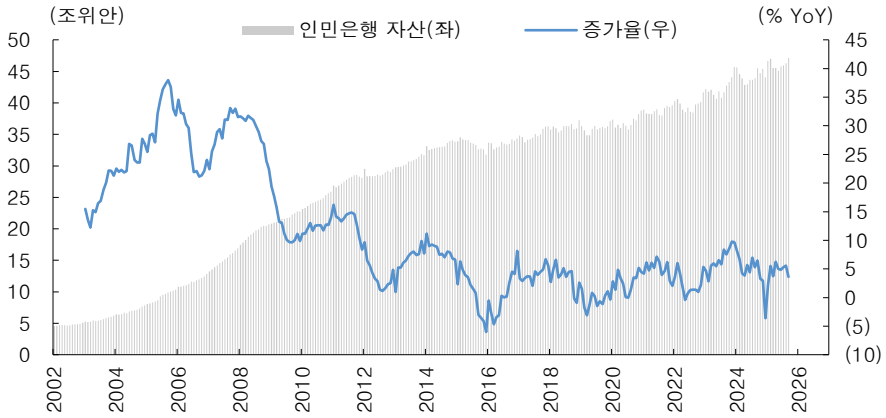
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 139] 미국채 보유 비중과 부동산시장 추이



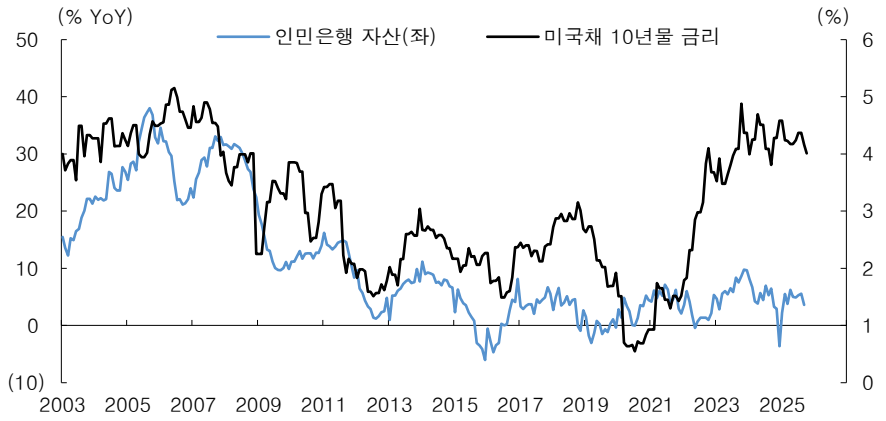
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 140] 2013년 이후 인민은행 자산 증가율은 -10~+10% 내 등락



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 141] 2022년 지나면서 인민은행 자산 증가율 vs. 미 10년물 국채금리 괴리 확대



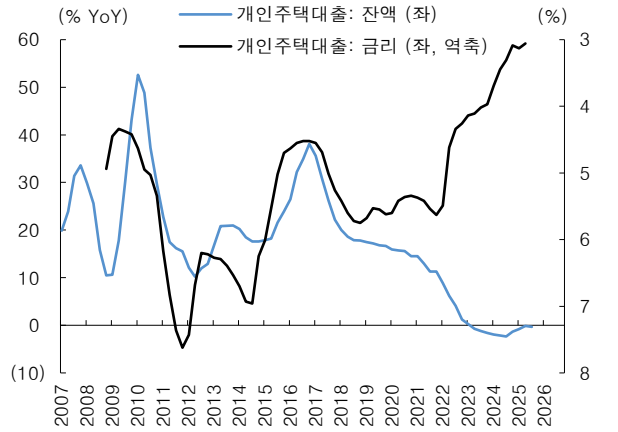
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

부동산에서는 제한적인 대출 확대 조짐

역사적으로 낮은 금리에도 개인 부동산대출 회복이 제한적이다. 정부가 부동산 규제를 완화하고는 있으나 2021년 산업 충격에 따른 심리 개선이 더디게 진행됨에 따라 부동산 매수세도 강하지 못한 상태다. 부동산가격이 유의미하게 오르지 못하는 가장 큰 이유다.

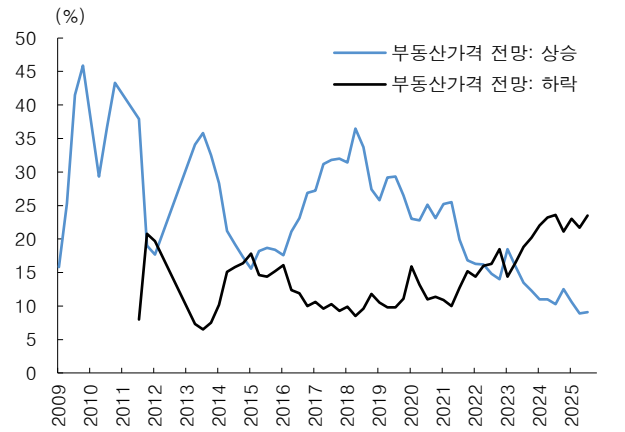
금리를 내려 수요 촉진을 도모했지만 대출 증가 효과는 일어나지 않았고 심리 개선도 미미하다. 자산시장을 도구화 시켜 물가 반등을 유도하려는 시도가 명확한 가운데, 2026년에는 부동산시장을 대상으로도 주식시장과 유사한 조치가 단행될 가능성이 높아지고 있는 것으로 판단한다. 정부가 개입할 수 있는 환경이 조성된 것으로 보인다.

[그림 142] 역사적으로 낮은 금리에도 부동산대출 미미



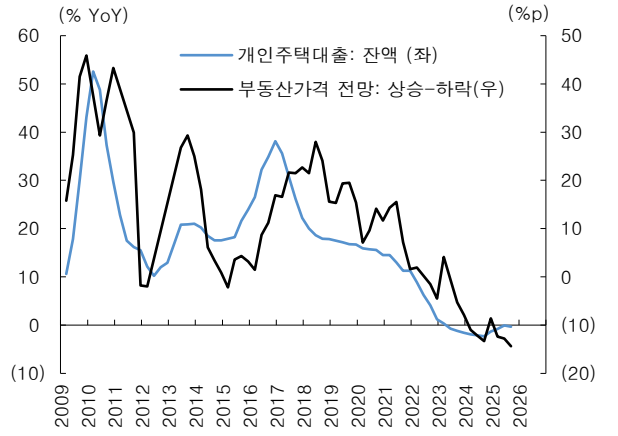
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 143] 부동산가격 상승 전망 최저 vs. 하락 전망 최고



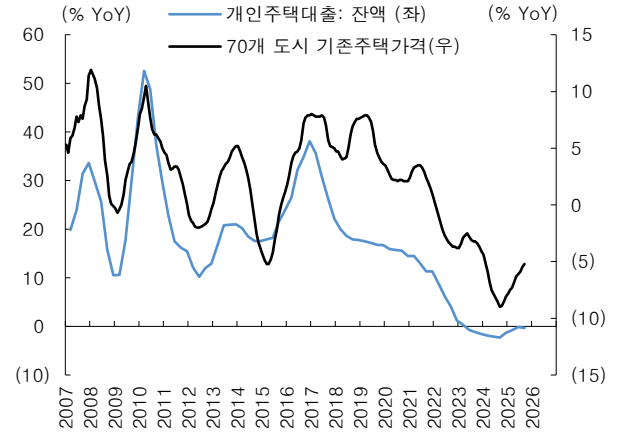
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 144] 부동산가격 하락 전망(극단적인 비관론)이 압도



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 145] 부동산시장 유동성 메마르면서 가격 하락세



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

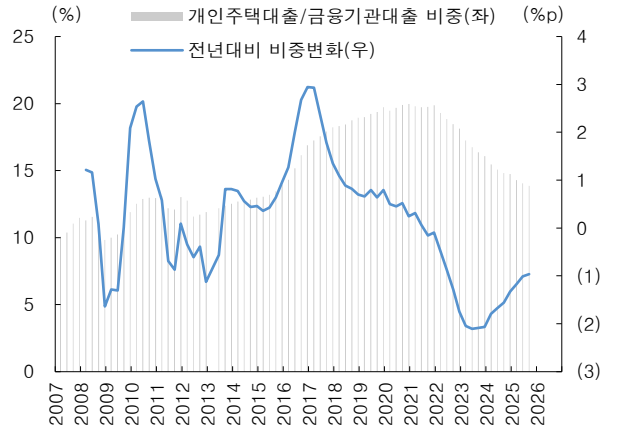
부동산시장 자극할 수 있는 조건

중국 전체 대출에서 개인주택대출 비중은 2021년 20%를 정점으로 하락 전환했다. 2008-2009년(3개 분기)과 2011-2013년(7개 분기)에도 비중이 낮아진 바 있으나 지금처럼 오랜 기간 지속된 건 이례적이다. 2023년 부동산 규제 완화 이후 하락폭이 줄어들고는 있으나 지금까지 16개 분기 연속 하락세가 지속되고 있다.

중국 정부 입장에서 2021년 부동산 규제의 목적이 버블 확산 억제 및 부동산 개발사 리스크 방지였다면 지금은 다시 부동산을 자극하기 좋은 시점으로 평가한다. 2025년 상반기 개인주택대출 비중은 14%까지 하락하면서 금등 직전인 2015년 이후 최저 수준으로 낮아졌고, 이는 2007-2014년 평균(12-13%)과 유사한 수준이다. 현 속도대로 비중이 줄어든다면 2025년 연말에는 평균 수준에 도달할 가능성이 높다.

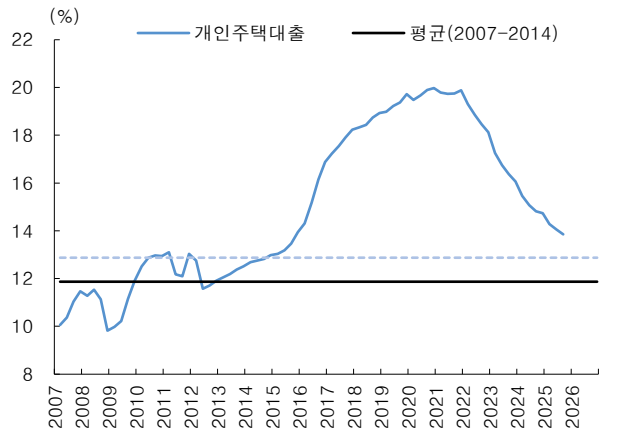
가계 심리 위축 & 디플레이션 우려가 지속되는 가운데 개인주택대출 비중이 과거 평균 수준을 하회하도록 방치할 가능성은 제한적일 것으로 판단한다. 2026년에는 정부의 유의미한 개입을 주목한다.

[그림 146] 개인주택대출 비중은 최대 20%까지 상승 경험



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 147] 과거 평균 수준으로 낮아지는 중



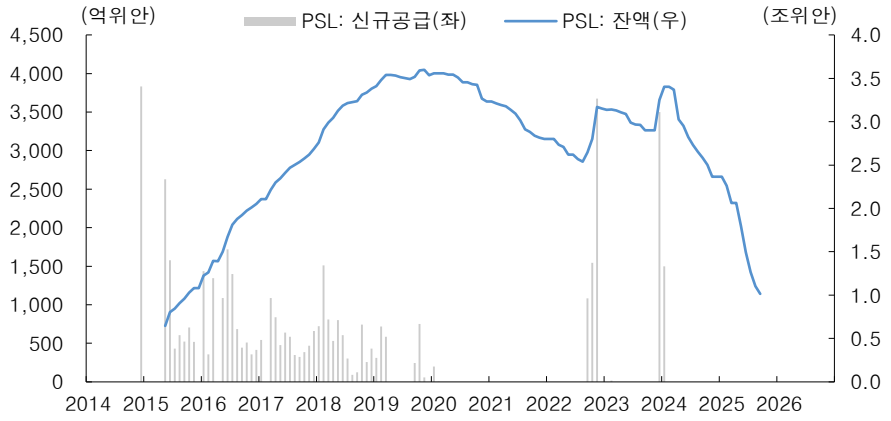
주: 점선은 평균+1표준편차
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

2015-2016년 규제 완화 & 수요 자극 동반 촉진

2015년 경제 하방 압력이 커졌던 중국은 2006년 이후 10년만에 외국인 주택 구매 규제를 완화하는 등 부동산을 통한 경기부양을 결정했다(부동산시장 외자진입 관리 조정 관련 정책). 그동안 중국은 1년 이상 거주자에 대해 한 채의 주택 구매만 허가했으나 구매 주택수 제한을 없앴고, 부동산 구매 목적의 대출/외환거래 시 납부해야 했던 등록자본금도 폐지했다. 여기에, 특정 프로젝트에 자금을 투입하는 담보보완대출(PSL)이라는 신규 정책도 함께 도입해 노후주택 재개발을 동시에 추진했다. 부동산 수요와 공급을 모두 자극시키는 전방위적인 정책이었다.

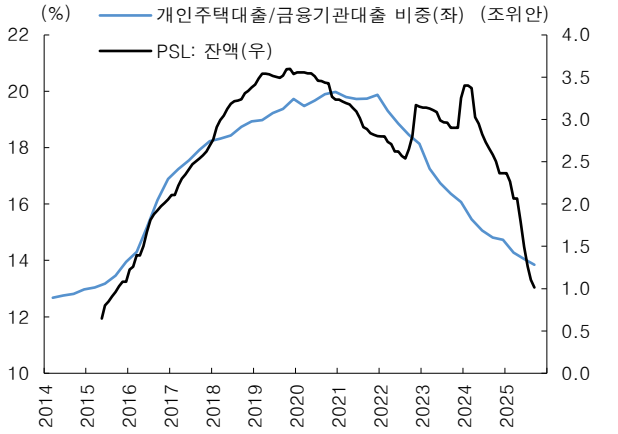
2015-2016년 중국 30개 주요도시 부동산 거래량은 전년대비 각각 +20%, +16% 증가했다. 2010년대 들어 부동산 가격이 가장 빠르게 상승한 시기다. 2016년 이후 지금까지 부동산 거래량이 2년 연속 증가한 경험은 없으며 최근 4년(2022-2025/9 누적 기준) 연속 감소세가 지속되면서 역대 가장 부진한 흐름을 보이고 있다. 2024년 거래량은 역대 최대치를 기록했던 2016년의 36%에 불과하다.

[그림 148] 2015년부터 담보보완대출(PSL) 가동. 노후주택 재개발 추진



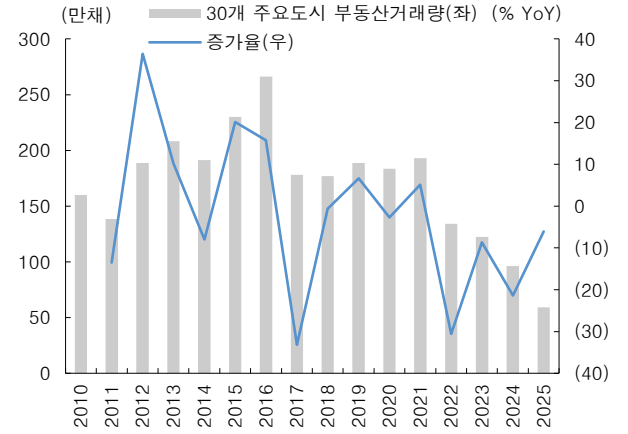
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 149] 개인주택대출 비중과 PSL 잔액은 유사한 흐름



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 150] 2015-2016년 부동산 거래량은 역대 최대



주: 2025년은 1-9월 누적 기준
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

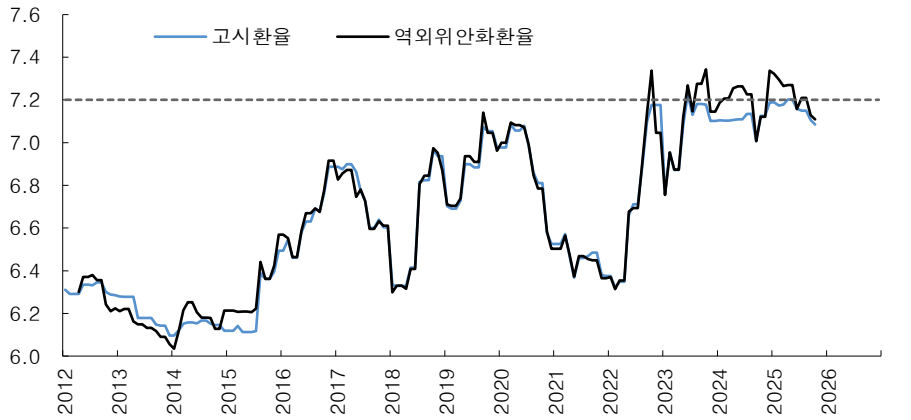
수입 확대 준비 중인 중국

수입 확대 준비 중인 중국

내수 활성화는 수입 확대로 확인될 가능성이 높은데, 2025년부터 저점 통과는 이미 진행되고 있는 것으로 보인다. 2026년 정책 기조가 유지되는 가운데, 위안화 강세와 수입 증가가 동반되는 구간이 이어질 것으로 판단한다.

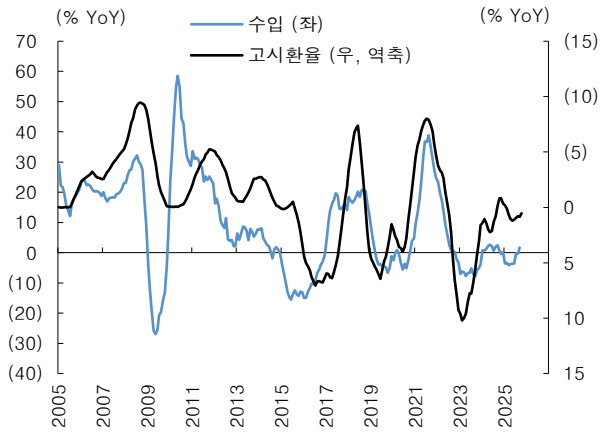
중국은 고시환율 제도를 사용 중이다. 고시환율 산정에는 '역주기조절요소'가 포함되는데, 사실상 정부의 의지로 해석(위안화환율은 고시환율 대비 ±2% 등락)된다. 시장 상황을 반영하기 위한 도구로 받아들여지고 있지만 정확한 운용 방식은 공개되어 있지 않다. 정부가 원하는 방향으로 환율을 유도하는 요소로 해석된다. 중국 고시환율은 달러당 7.2를 상단으로 하향안정화 중이다. 특히 2025년 하반기 이후 절상폭이 확대되고 있음을 주목한다. 2026년 수입 확대를 대비한 방향 전환으로 해석한다. 중국의 수입 수요를 설명하는 BDI도 저점을 다지고 반등 중이다.

[그림 151] 중국 고시환율은 7.2를 상단으로 하향 안정화. 2025년 하반기부터 가속화



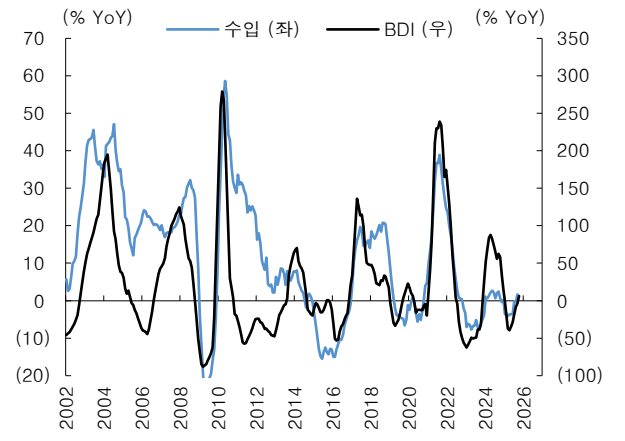
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 152] 고시환율 절상 기조는 수입 확대를 설명



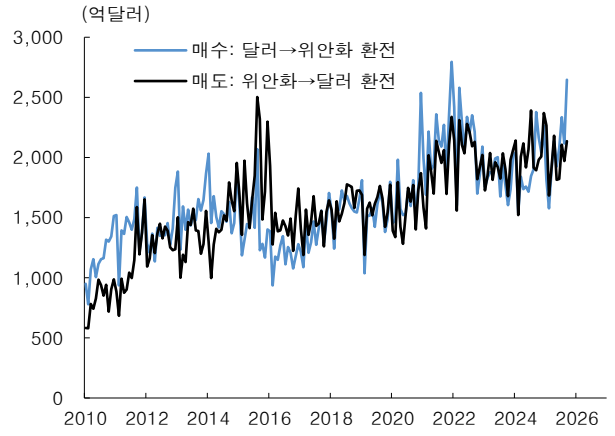
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 153] 중국 수입 수요 설명하는 BDI도 저점에서 반등



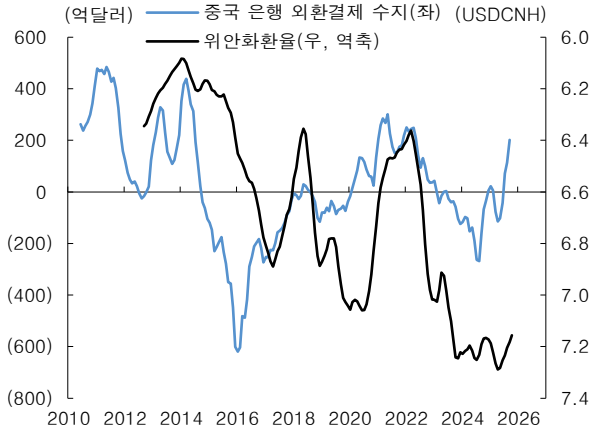
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 154] 중국 수출업자들의 위안화 환전 수요 확대



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 155] 위안화 추가 강세 지지할 요인



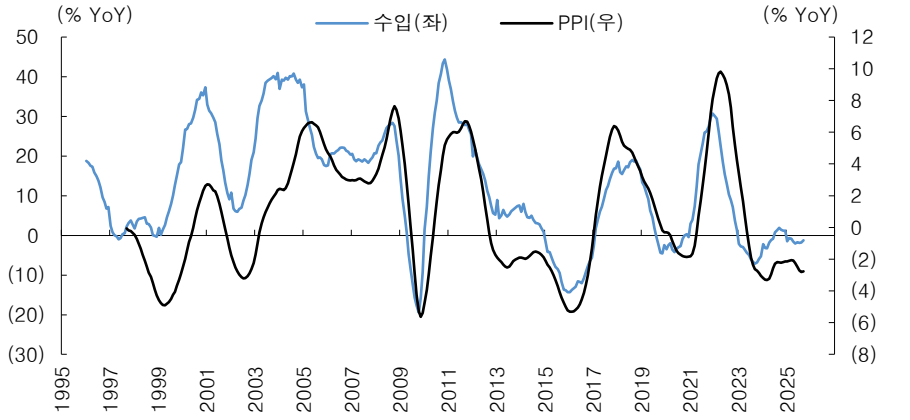
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

수입 증가는 PPI 개선으로 연결될 전망

수입은 PPI와도 높은 상관관계를 보인다. 2026년 중국의 수입 확대 추진은 PPI 개선으로 연결될 것으로 판단한다. 내수 개선에 따른 수입 확대와 PPI 개선은 곧 기업들의 재고 확보(리스토킹) 사이클 재개와 수익성 개선을 설명한다.

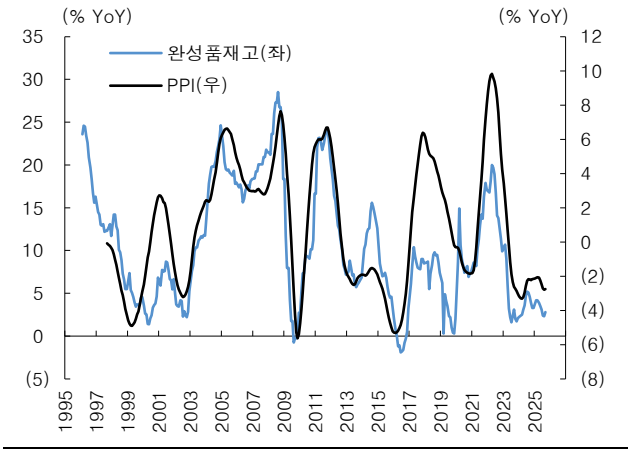
2023년 하반기를 저점으로 재개될 것으로 예상됐던 완성품재고 증가 사이클은 2024년 하반기부터 다시 탄력을 잃기 시작했다. 중국 기업들이 수요 부진에 대응하기 위해 저가의 재고 밀어내기를 지속한 결과다. 수입 확대와 완성품재고 확보는 내수 수요 개선을 설명하는 핵심적인 지표가 될 것이다. 2021년을 정점으로 추세적으로 하락하고 있는 기업들의 수익성도 개선될 여지가 커졌다고 판단한다.

[그림 156] 중국 수입은 PPI와 높은 상관관계



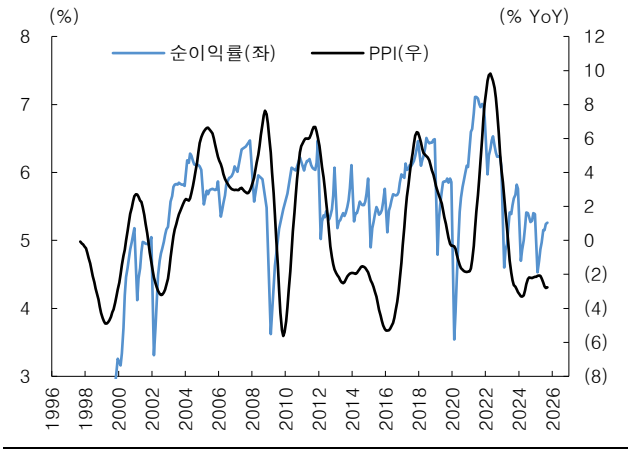
주: 12개월 이동평균
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 157] 기업들의 재고 확보 가속화 기대



주: 12개월 이동평균
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 158] 기업들의 수익성 개선 기대



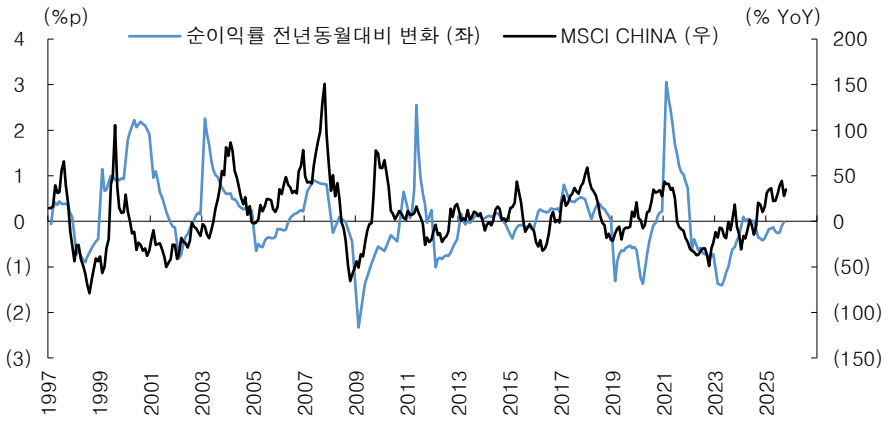
주: PPI는 12개월 이동평균
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

수익성 확보는 주식시장 강세를 지지

순이익률 회복은 지금의 주식시장 강세를 지지할 요인으로 해석될 수 있다. 주식시장을 정책 도구화 시킨 중국 입장에서 기업들의 수익성 확보가 시급하다.

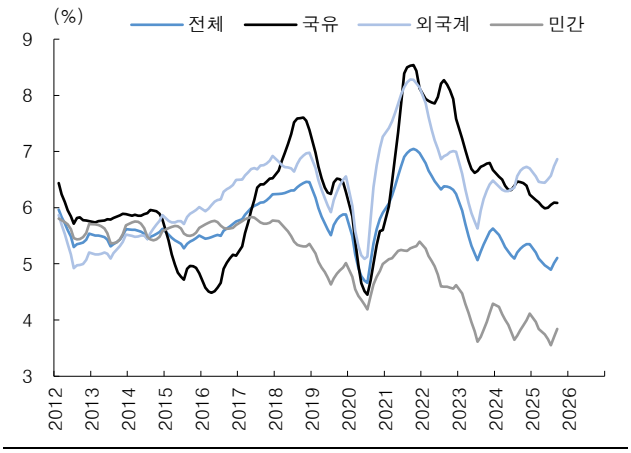
국유/외국계기업의 순이익률은 전체 평균을 상회하는 반면 민간기업은 평균을 하회할 뿐만 아니라 추세적으로 하락하고 있다. 민간의 수익성은 코로나19 충격에 의한 마진 훼손보다도 낮아지면서 2012년 통계 이래 최저 수준으로 떨어졌다. 민간경제 활성화가 무엇보다 중요한 시점이다. 전체 순이익률의 개선 과정에서 민간기업 수익성이 전체 시장 대비 빠르게 개선될 때 주식시장 강세에 대한 펀더멘탈 신뢰도가 커질 수 있기 때문이다. 앞으로의 정책은 민간경제 활성화 및 수익성 확보에 집중될 가능성이 높다.

[그림 159] 중국 주식시장은 순이익률 개선이 가팔라질수록 반등 탄력 강화



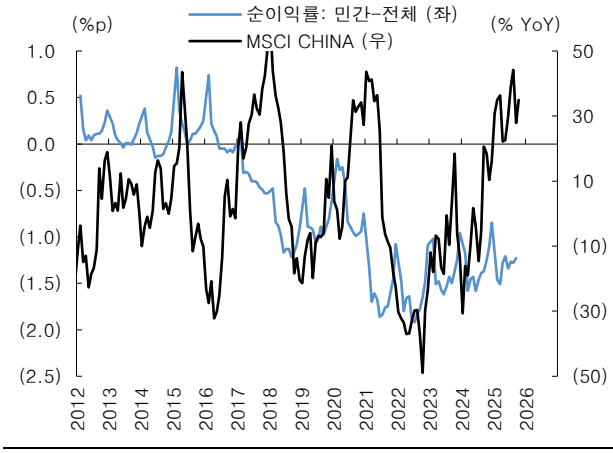
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 160] 민간기업 순이익률이 가장 저조



주: 6개월 이동평균
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 161] 민간경제 활성화가 무엇보다 필요할 때



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

III. 투자전략

1. 2026년 중국은 물가 정상화 사이클 대비할 때

2026년은 물가 정상화에 베팅할 시점

물가 전반의 회복과 함께 디플레이터 상승이 확인될 것이며, 이는 10년물 국채금리로 반영될 것이다. 2008-2009년 글로벌 금융위기, 2015-2016년 중국 경기불황, 2020년 코로나19 충격 등 대내외 요인으로 경제가 침체에 가까운 구간을 지날 때도 2.5-3.0% 수준을 유지했던 10년물 국채 금리는 아직 1.9%보다 낮은 수준에 머물러 있다. 정부가 주식시장을 도구화한 가운데 가계예금 대비 시가총액 비율이 역사적 저점에서 반등 중이다. 그동안 높은 상관관계를 보여왔던 GDP디플레이터의 개선 가속화를 기대한다. 다만, 시가총액/가계예금 비율이 장기 평균선에 가까워지고 있는 만큼 2026년은 주식시장 강세를 설명하는 펀더멘탈 확인 욕구가 동반될 수 있는 환경이다. 최근 1년동안 '주식시장 상승'이 정책의 목표였다면 앞으로 1년은 '주식시장 상승을 설명할 수 있는 펀더멘탈 개선 증명'이 핵심 기조가 될 전망이다. 2026년은 물가 정상화 사이클에 대비할 때다.

2026년 상해종합지수 예상밴드는 3,650~4,560pt(PER 13.2~15.3배; 상승여력 -8~+15%), 홍콩H지수 예상밴드는 8,400~11,010pt(PER 9.8~11.7배; 상승여력 -10~+18%)로 제시한다. 2013년 이후 상해종합지수와 홍콩H지수 PER 멀티플 고점은 각각 19배(2015년 버블), 11배(2021년 산업규제 이전)다. 홍콩H지수 적용 밴드 상단이 소폭 높기는 하지만 정부 주도의 유동성 공급과 증시 부양에 대한 투자자 신뢰 제고, 펀더멘탈 개선이 밸류에이션 멀티플 리레이팅을 지지할 것으로 생각한다.

<표 7> 상해종합지수 전망 매트릭스 (단위: 위안, 배)

상해종합지수		예상 PER				
		12.4	13.2	14.1	15.3	16.6
예상 EPS	269	3,320	3,560	3,790	4,120	4,450
	276	3,410	3,650	3,890	4,230	4,570
	283	3,500	3,750	4,000	4,340	4,690
	297	3,670	3,940	4,200	4,560	4,930
	312	3,850	4,130	4,400	4,790	5,170

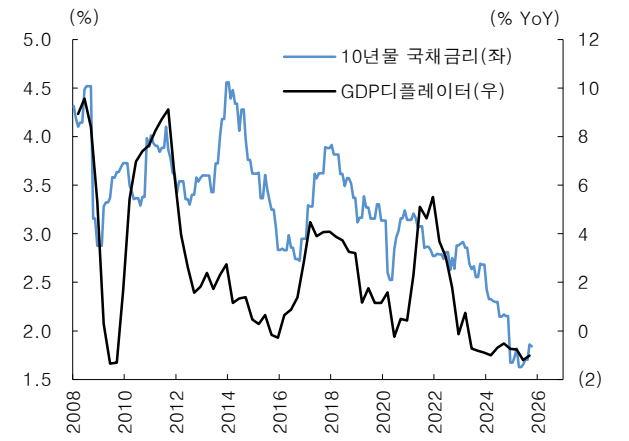
자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 8> 홍콩H지수 전망 매트릭스 (단위: 홍콩달러, 배)

홍콩H지수		예상 PER				
		8.9	9.8	10.7	11.7	12.8
예상 EPS	834	7,390	8,150	8,910	9,790	10,680
	860	7,620	8,400	9,190	10,100	11,010
	886	7,850	8,660	9,460	10,400	11,340
	938	8,320	9,170	10,020	11,010	12,010
	990	8,780	9,680	10,580	11,630	12,680

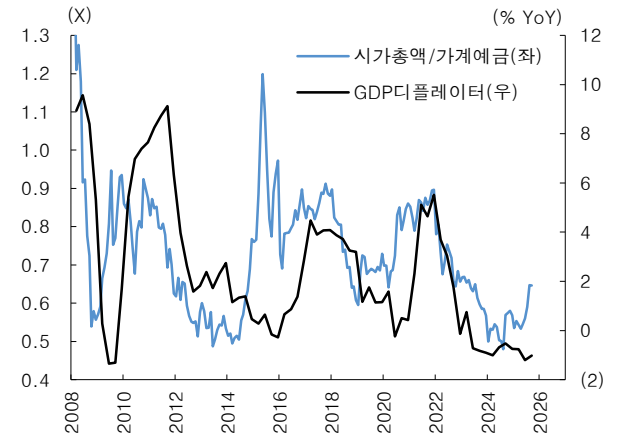
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 162] 중국 10년물 국채금리는 침체 시기를 하회



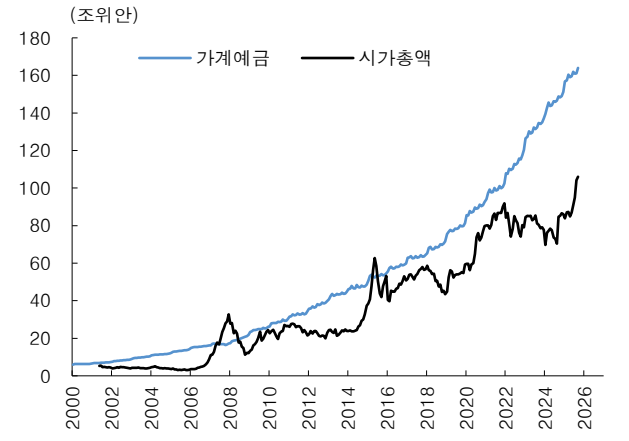
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 163] 주식시장 도구화 작동 여부 주목



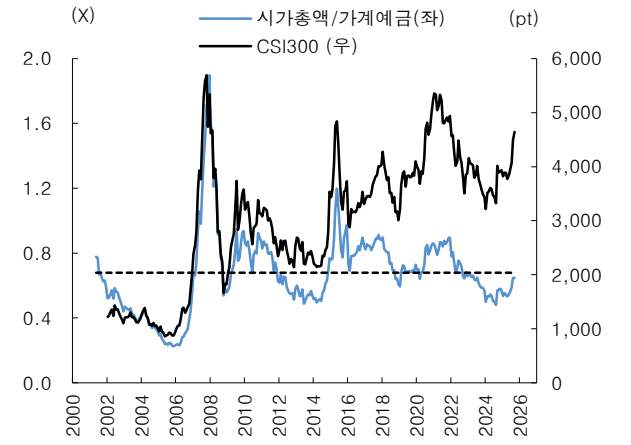
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 164] 증시 반등이 가계예금 – 시총 괴리 축소 주도



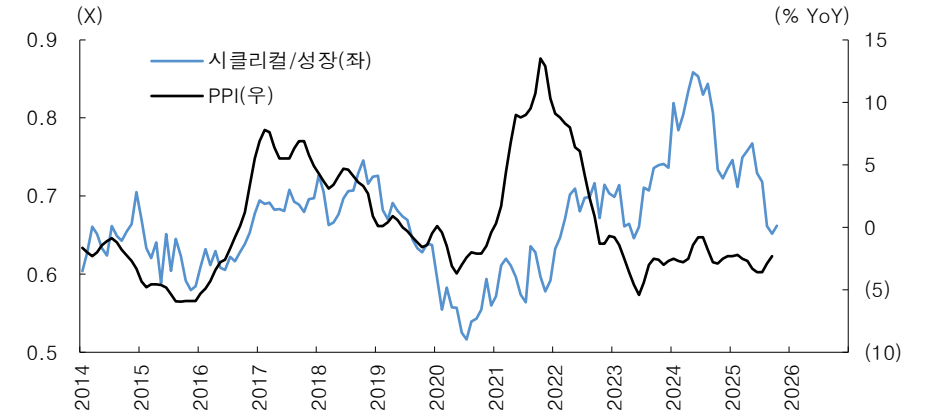
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 165] 2026년은 실물경제 동반 변화 필요



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 166] 2016-2017년 사이클 재개 기대



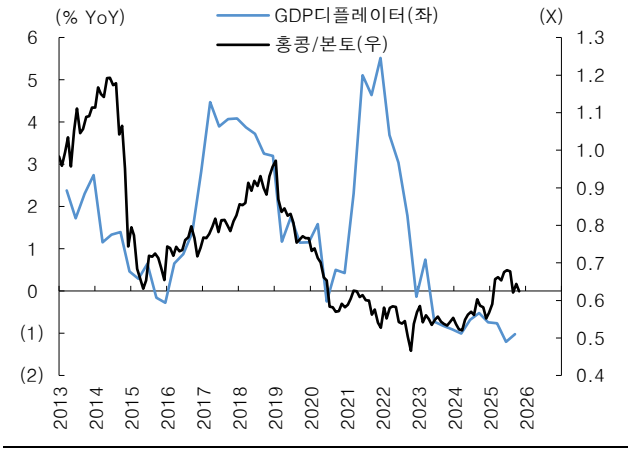
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

본토보다는 홍콩 증시 선호

본토보다 홍콩 증시를 선호한다. 2015년 저점 확인 이후 GDP디플레이터 반등 구간에서 홍콩이 본토 증시를 압도하는 흐름을 보였다. 경기 정상화가 가속화될수록 외국인 투자자들의 중국주식 투자 모멘텀이 강화될 수 있기 때문이다.

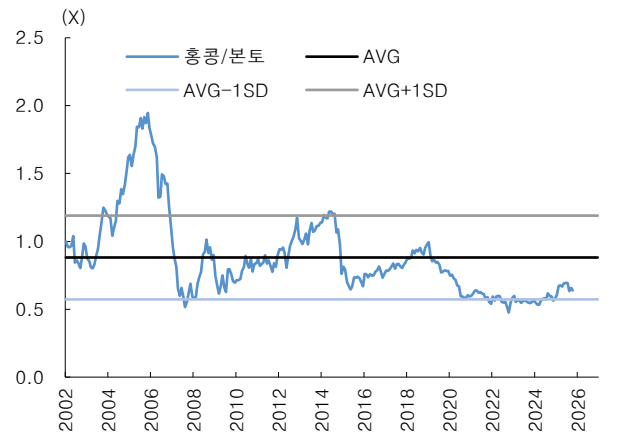
본토대비 홍콩 주식시장 저평가는 역사적인 수준에 머물러 있다. 두 지수간의 상대성과는 2002년 CSI300 출범 이후 현재까지의 평균-1표준편차 수준까지 하락한 이후 이제야 반등을 재개하고 있다. 물가 정상화에 따른 실적 개선 효과를 더 크게 볼 수 있는 환경이라고 평가한다.

[그림 167] 2016-2017년 홍콩이 본토 증시 압도



주: 홍콩은 HSI, 본토는 CSI300 기준
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 168] 본토 대비 홍콩은 역사적으로 저평가 상태



주: 홍콩은 HSI, 본토는 CSI300 기준
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

<표 9> 2026년 선호 종목/ETF 유니버스

(단위: 억위안, 억홍콩달러, %)

증시		티커	종목/ETF명	시총/AUM	섹터	세부업종	1M	3M	1Y
본토	종목	600519.SH	귀주모태주	18,158	필수소비	백주	0.4	(1.0)	(4.3)
		002714.SZ	목원그룹	2,669	필수소비	돼지고기	(2.5)	5.3	22.8
		600309.SH	만화화학	1,924	소재	화학	(2.4)	(0.8)	(18.5)
		600362.SH	강서동업	1,354	소재	비철금속	32.7	73.3	86.6
	ETF	510300.SH	CSI300ETF	4,256	-	-	3.8	14.8	22.2
홍콩	종목	9988.HK	알리바바	32,126	경기소비	인터넷	4.3	47.1	85.1
		0981.HK	SMIC	6,400	정보기술	반도체	13.5	57.0	187.5
		1109.HK	화룬부동산	2,094	부동산	부동산개발	(1.3)	(1.7)	22.6
		2423.HK	BEKE	1,678	부동산	부동산서비스	(7.1)	(8.8)	(13.3)
	ETF	3033.HK	항생테크ETF	748	-	-	(0.2)	8.6	35.7

자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

2. 본토는 소비/소재, 홍콩은 정보기술/부동산

본토 증시는 소비와 소재 선호

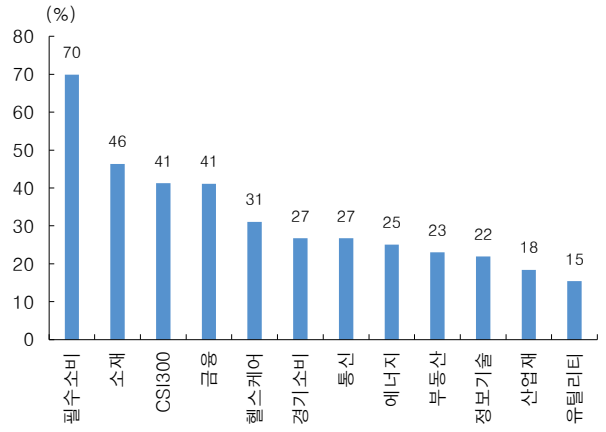
본토 증시에서는 소비(요식/여행/레저/스포츠)와 소재(화학/비철) 섹터를 선호한다. 2016년 저점 확인 이후 2017년까지 시장 성과를 상회한 업종이다. 필수소비는 +70%, 소재는 +46% 오르면서 시장(CSI300) +41%를 넘어섰다.

주목할 점은 섹터를 상승을 주도한 종목들이다.

필수소비재에서는 백주 대표주인 오량액과 귀주모태주가 +270% 가까이 오르면서 강한 상승 흐름을 보였다. 주류기업으로 분류되어 필수소비 섹터에 포함되어 있지만 백주는 필수소비보다 재량소비 성격이, 재화보다는 서비스 성격이 강한 품목이다. 돼지고기/육류 대표주도 수익률 상위권에 위치해 있다. 앞서 언급한 바와 같이 이들은 내수 활성화에 따른 경기 회복 시그널이 동반되어야 유의미한 실적 개선 및 주가 상승세가 나타날 수 있는 산업이다. 2026년 중국은 최근 1년간의 주가 상승을 설명할 수 있는 펀더멘탈 회복이 필요하다.

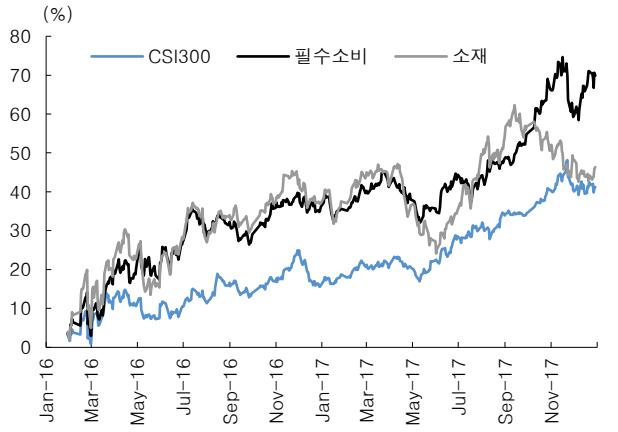
소재류에서도 유사한 흐름이 나타났다. 대표 MDI 생산기업인 만화화학이 +250% 넘게 오르면서 소재 섹터 상승을 이끌었고, 헤라시멘트(시멘트)와 낙양몰리브덴(광물) 등도 +100% 이상의 성과를 거뒀다. MDI는 건설, 자동차 내장재, 가정용품(소파, 냉장고 단열재), 섬유, 신발 등에 쓰이는 폴리우레탄의 핵심 원료다. 일상 분야부터 산업 분야까지 전반적으로 사용되는 만큼 경기 전반의 회복과 함께 수요가 증가할 수 있는 품목이다.

[그림 169] 2016-2017년 본토는 필수소비와 소재가 주도



주: 2016년 1월 저점(1/28)~2017년말 수익률
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 170] 필수소비/소재는 시장 성과를 계속 상회



주: 2016년 1월 저점(1/28)~2017년말 수익률
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

<표 10> 2016-2017년 본토 증시 필수소비재 업종 수익률 상위 기업

(단위: %, 억위안)

티커	종목명	업종	수익률	시가총액
000858.SZ	오량액	백주	268	3,032
600519.SH	귀주모태주	백주	268	8,762
000568.SZ	노주노교	백주	241	967
601933.SH	용휘마트	유통	180	967
600887.SH	이리실업	유제품	167	1,957
002714.SZ	목원그룹	돼지고기	166	612
002304.SZ	양하주창	백주	111	1,733
603288.SH	해천미업	조미료	108	1,453
000895.SZ	쌍회개발	육가공	83	874
300498.SZ	온씨식품	육가공	(16)	1,248

주: 2016년 1월 저점(1/28)~2017년말 수익률
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

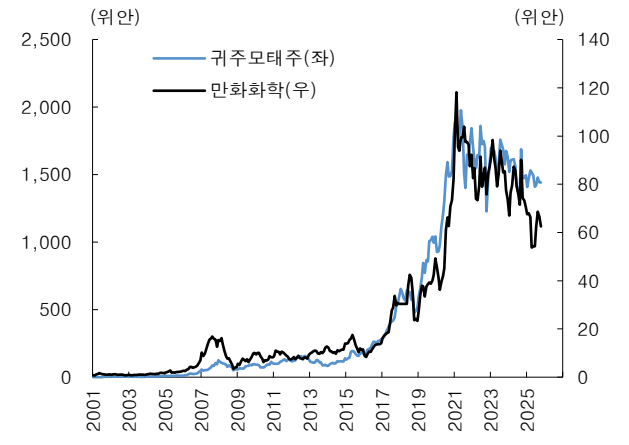
<표 11> 2016-2017년 본토 증시 소재 업종 수익률 상위 기업

(단위: %, 억위안)

티커	종목명	업종	수익률	시가총액
600309.SH	만화화학	화학	252	1,037
300072.SZ	해신에너지	화학	175	635
600585.SH	해라시멘트	시멘트	140	1,554
603993.SH	낙양몰리브덴	광물	127	1,486
601600.SH	중국알루미늄	알루미늄	125	1,206
600392.SH	강서동업	구리	123	698
601899.SH	자금광업	비철	75	1,057
600019.SH	바오산철강	철강	74	1,910
601992.SH	금우그룹	건자재	46	580
600010.SH	바오강철강	철강	28	1,121

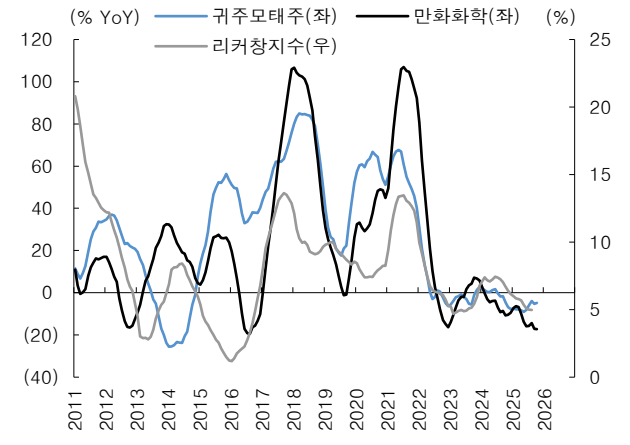
주: 2016년 1월 저점(1/28)~2017년말 수익률
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 171] 서로 다른 섹터지만 주가 흐름 유사



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 172] 중국 경기 설명하는 리커창지수와 동행



주: 12개월 이동평균
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

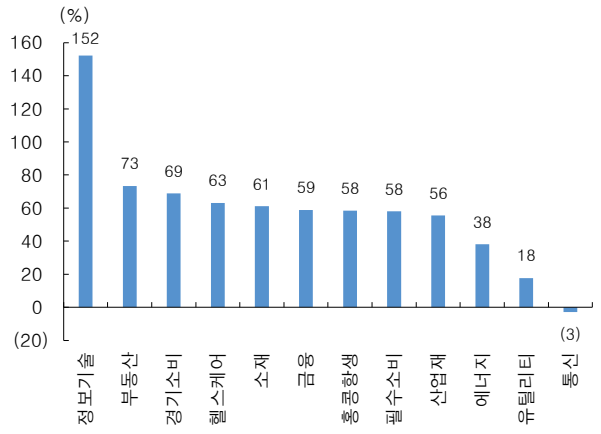
홍콩 증시는 정보기술과 부동산 선호

홍콩 증시에서는 정보기술(인터넷/반도체)과 부동산(플랫폼/개발)을 선호한다. 2016년 저점 확인 이후 2017년까지 시장 성과를 상회한 업종이다. 정보기술은 +150% 오르면서 시장 성과를 압도했고, 뒤이어 부동산, 경기소비, 헬스케어 등이 견조한 흐름을 보였다.

2025년에도 정보기술은 +54% 오르면서 홍콩 증시에서 가장 견조한 수익률을 기록했다. 그럼에도 불구하고 빅테크를 중심으로 한 성장주는 과거 대비 저평가 국면에 머물러 있다고 판단한다. 2021년 중국의 전방위적인 산업 규제 이전까지 GDP 대비 빅테크(BATJ: 바이두(B), 알리바바(A), 텐센트(T), 징둥(J)) 시가총액 비중은 10%를 넘어선 바 있으나, 지금은 6%대에 불과하다. 현재 레벨은 2015년 중국의 '중국제조2025'와 '인터넷+ 이니셔티브' 가동 초기와 유사하다. 두 정책은 정부 주도하에 하드웨어/소프트웨어 기술기업들의 외형 확장과 기술력 제고를 함께 이끌었다. 2026년부터는 '중국제조2035'와 'AI+ 이니셔티브'가 가동된다. 10년 전 사이클을 기대한다.

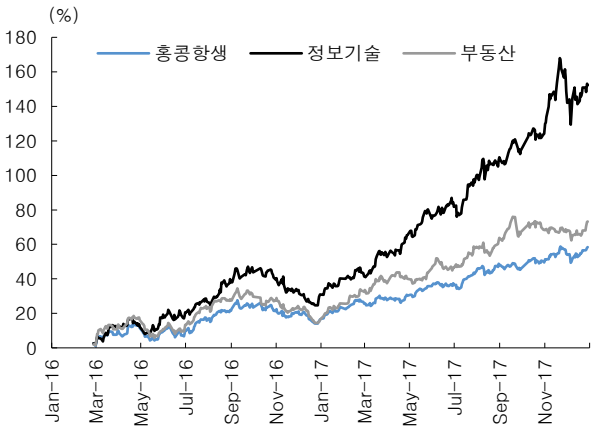
부동산시장 회복에 대한 시장기대가 약한 것은 사실이다. 그러나 앞서 언급한 바와 같이 2026년부터는 중국 정부가 부동산시장에 개입할 여력이 확보될 것으로 예상한다. 중국 부동산업종지수는 10년물 국채금리와 동행한다. 2025년 3월 중국은 4대 물가 자극 조치로 ① 거시정책(역주기조절) 강화, ② 소비 촉진 & 내수 잠재력 자극, ③ '소모적 악성경쟁' 대응 강화, ④ 부동산/주식시장 안정화를 제시한 바 있다. 특히 부동산/주식시장 안정화는 업무보고 요구사항에 처음으로 기입됐다. 주식시장은 유의미한 개선세를 보인 반면, 부동산시장은 여전히 저점 통과 시도가 지속되고 있다. 부동산이 다시 중국의 경제성장의 주축이 되기는 어렵겠지만, 회복세를 방해하는 요소로 방치할 가능성도 제한적으로 판단한다.

[그림 173] 2016-2017년 홍콩은 정보기술이 압도



주: 2016년 2월 저점(2/25)~2017년말 수익률
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 174] 정보기술/부동산은 시장 성과를 계속 상회



주: 2016년 2월 저점(2/25)~2017년말 수익률
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

<표 12> 2016-2017년 홍콩 증시 정보기술 업종 수익률 상위 기업

(단위: %, 억홍콩달러)

티커	종목명	업종	수익률	시가총액
0285.HK	BYD전자	전기전자	353	384
0700.HK	텐센트	인터넷	194	38566
2018.HK	AAC테크	전기전자	178	1703
0763.HK	ZTE	통신장비	139	1231
0981.HK	SMIC	반도체	111	664
0696.HK	중국민항정보	항공우주	110	686
0522.HK	ASMPT	반도체	87	445
3969.HK	중국철로통신신호	전기장비	61	538
0241.HK	알리헬스	온라인헬스케어	(3)	371
0992.HK	LENOVO	전기전자	(24)	530

자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

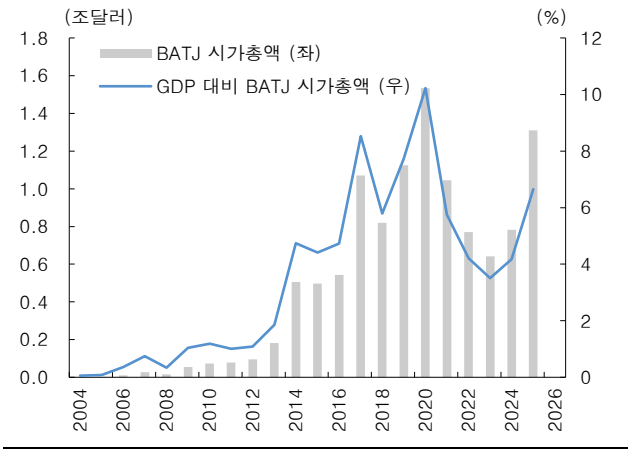
<표 13> 2016-2017년 홍콩 증시 부동산 업종 수익률 상위 기업

(단위: %, 억홍콩달러)

티커	종목명	업종	수익률	시가총액
2007.HK	컨트리가든	부동산	462	3171
0914.HK	해라시멘트	시멘트	152	1947
2202.HK	완커	부동산	100	3444
1113.HK	CK에셋	부동산	84	2525
0823.HK	링크리츠	리츠	83	1588
0016.HK	신홍기부동산	부동산	64	3777
0012.HK	항기조업부동산	부동산	61	2061
1972.HK	태고부동산	부동산	36	1474
1109.HK	화룬부동산	부동산	35	1594
0688.HK	중국해외발전	부동산	20	2755

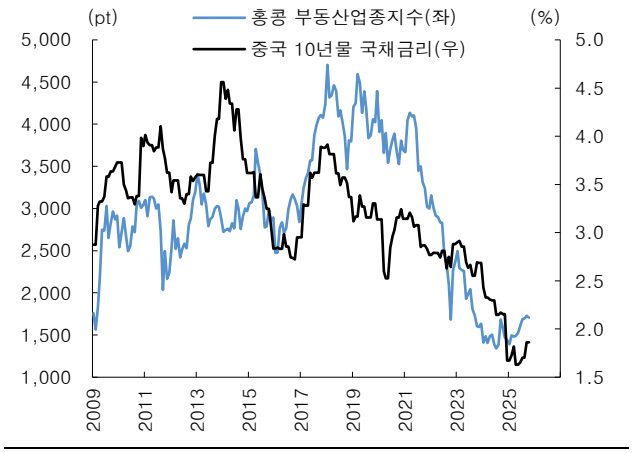
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 175] 중국 빅테크 시가총액 비중은 여전히 낮은 편



주: 1. 2025년 명목GDP는 1-3분기 누적 성장률 반영해 계산
2. BATJ는 바이두(B), 알리바바(A), 텐센트(T), 징둥(J)
자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

[그림 176] 주식시장 다음으로 물가 자극할 정책 도구



자료: Wind, CEIC, 한국투자증권

■ Compliance notice

- 당사는 2025년 11월 3일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.