중국

불안한 매크로, 탄탄한 마켓

Part I 중국 경제 전망
2보 전진을 위한 1보 후퇴

Part II 중국 증시 전망
이어질 유동성과 정책 기대감

China

LS증권

안녕하세요. LS증권 **백관열**입니다.

올해 중국 증시는 견조한 상승세를 이어나가고 있지만,
한국 코스피 지수의 초강세로 상대적으로 중국 증시의 퍼포먼스가 일부 가려진 모습입니다.
상하이종합지수도 2015년 후강퉁 버블 붕괴 이후 최고치를 경신했으며,
과창판(Star50)과 창업판(ChiNext) 지수는 YTD +40%, +70% 이상 상승하는 놀라운 수익률을 기록했습니다.
다만, 경기가 여전히 불안정하여 이러한 흐름이 구조적으로 이어질 수 있을지 고민이 되는 시점입니다.

Part1에서는 2026년 중국 경제를 전망해 봤습니다.
정부의 개입으로 올해도 내년에도 **5% 내외의 성장률은 유지**할 것으로 보이지만, 부동산 경기 둔화라는 구조적 문제는 지속될 것으로 보입니다. 결국 경제 성장률이 목표치에 부합해도 경기 둔화에 대한 잡음이 이어질 수 있다는 판단입니다.
그럼에도 불구하고 2026년에는 새로운 5개년 계획과 공급 개혁이 본격적으로 시행된다는 점을 주목해야 합니다. 이구환신과 같은 단기적인 부양뿐만 아니라 경제 성장의 새로운 성장 돌파구인 AI를 비롯한 미래산업에 대한 육성 정책도 강화될 것입니다. 초점이 내수에서 기술 육성으로 분산될 수 있겠지만, 이는 '2보 전진을 위한 1보 후퇴' 전략일 것으로 판단됩니다

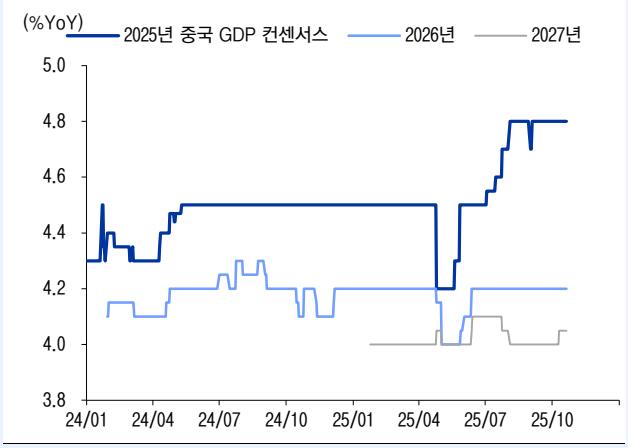
Part2에서는 중국 증시를 전망해 봤습니다.
자료 제목처럼 경기는 불안해도 **증시는 탄탄할 것**으로 예상됩니다.
2026년에도 중국 증시의 주요 동인은 유동성일 것으로 판단됩니다. 올해 투입된 유동성 효과는 내년 경기 반영될 예정이며, 내년에도 투입될 유동성은 증시 밸류 레벨을 제고시킬 것으로 판단합니다.
올해와의 차이점은 2026년에는 유동성 효과와 함께 새로운 공급 개혁에 따른 이익 개선 기대감도 맞물릴 것으로 예상됩니다.

감사합니다.

경제/중국
Analyst **백관열**
kyb1006@ls-sec.co.kr

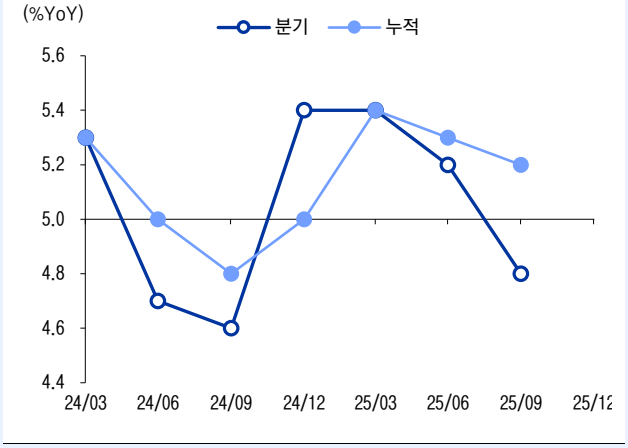
Key Charts

GDP 컨센서스 상향 가능성 주목



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

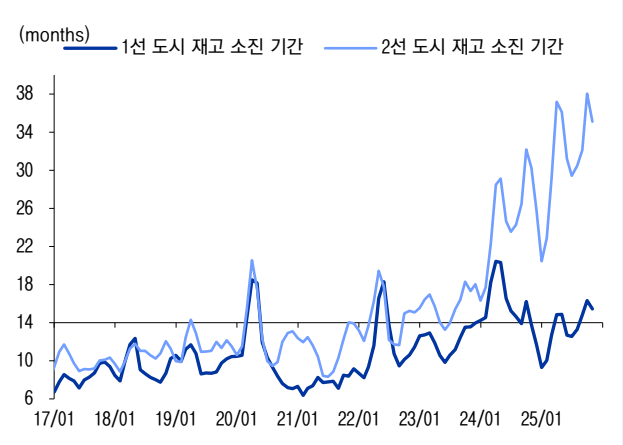
5% 성장 가능성 확대



자료: 중국 통계국, LS증권 리서치센터

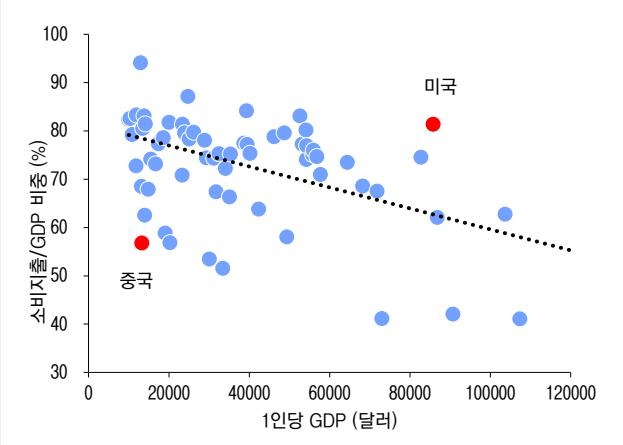
- **2025 년 중국 GDP 성장률 정부 목표치(+5%) 달성 전망**
- **4 중전회에서 중장기 경제 목표 재확인. 2026 년에도 5% 성장 목표 제시 가능성 확대**

문제는 여전히 부동산 경기



자료: Wind, LS증권 리서치센터

2026 년은 상품 → 서비스 소비 중심으로 전환 시작

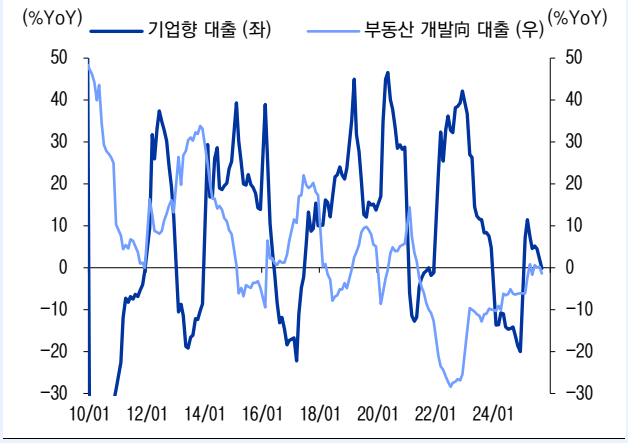


자료: World Bank, LS증권 리서치센터

- **공격적인 소비 부양책 효과는 결국 부동산 경기 침체를 극복하지 못하며 단기에 그치는 모습**
- **중국 정부는 구조적 문제를 극복하기 위해 변동성이 낮은 서비스 소비 비중을 높여 나갈 것**

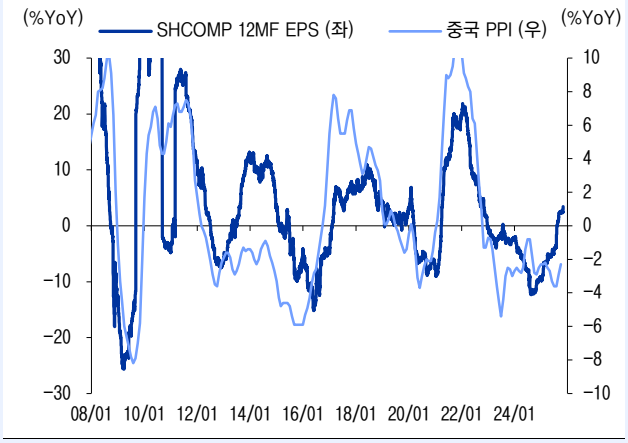
Key Charts

부동산이 기업향 대출까지 가로채고 있는 상황



자료: 인민은행. LS증권 리서치센터

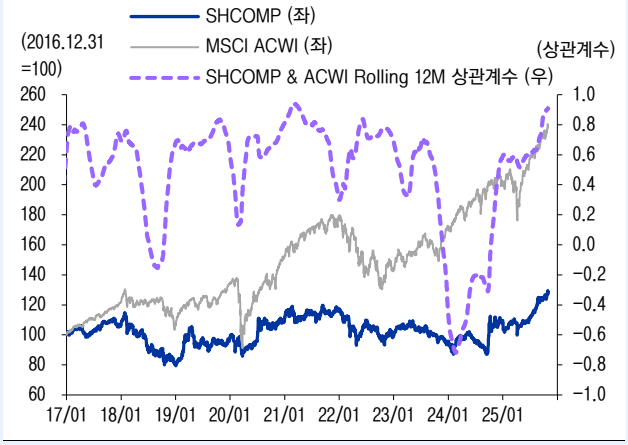
정부는 공급 개혁을 통해 기업 이익 훼손 최소화 시도



자료: Bloomberg, 중국 통계국, LS증권 리서치센터

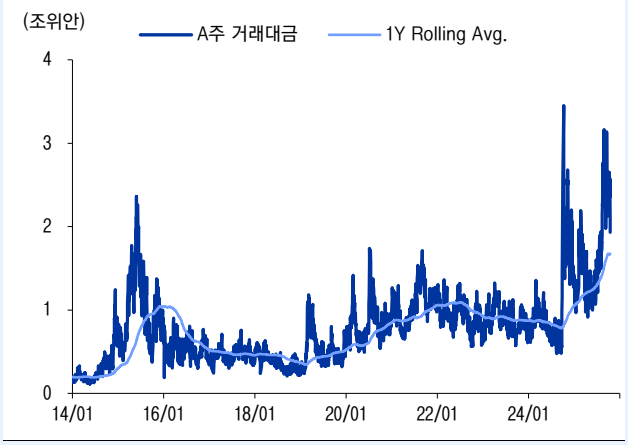
- **문제는 부동산 침체가 소비 부문 뿐만 아니라 기업에게도 부정적인 요인으로 작용 중**
- **2026 년에는 新공급 개혁 가속화에 힘입어 기업 이익 개선 기대**

글로벌 증시와 동조화되기 시작한 중국 증시



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

후강퉁 버블 시기보다 높은 거래대금

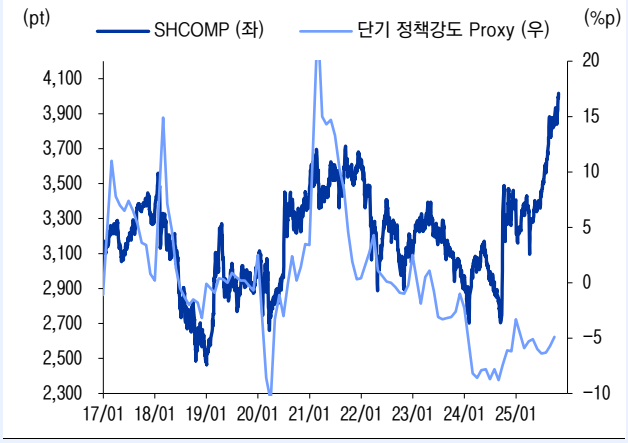


자료:Wind, LS증권 리서치센터

- **중국 증시도 글로벌 증시와 다시금 동조화되기 시작**
- **경기는 불안하지만 주식 시장에 대한 투자심리는 과거 대비 개선된 것은 사실**

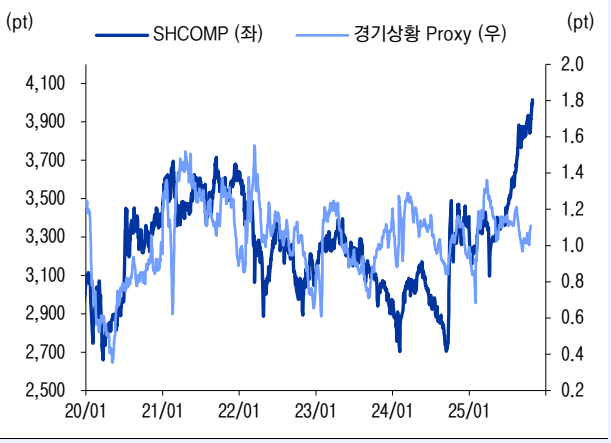
Key Charts

상하이종합지수 및 단기 정책강도 Proxy



자료: Wind, LS증권 리서치센터

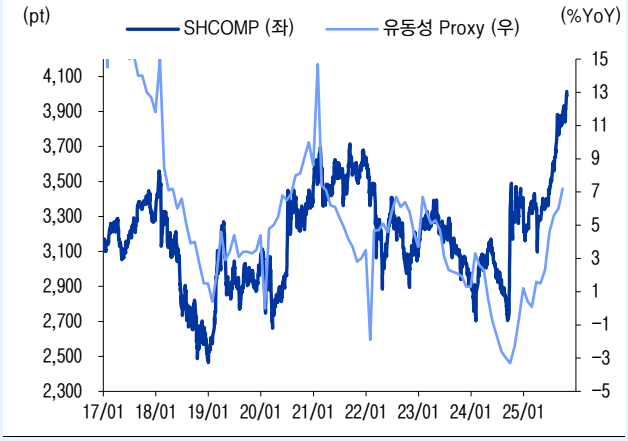
상하이종합지수 및 경기상황 Proxy



자료: Wind, LS증권 리서치센터

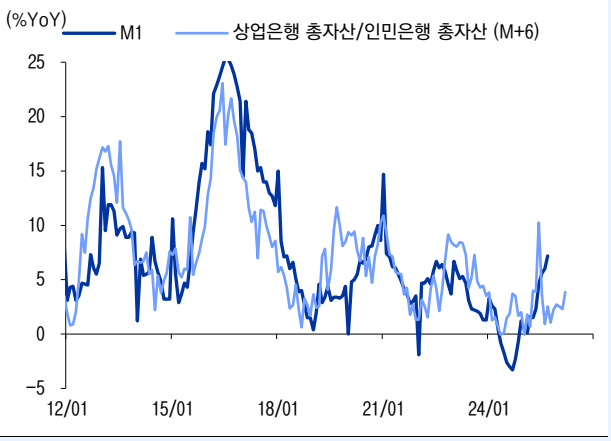
- **중국 증시의 주요 동인은 1)정책 강도, 2)경기 상황, 3)유동성**
- **2026 년 핵심 동인은 정책 및 경기 펀더멘털보다는 유동성에 무게**

상하이종합지수 및 유동성 Proxy



자료: Wind, LS증권 리서치센터

중국 증시의 핵심 동인은 유동성



자료: Wind, LS증권 리서치센터

- **5% 성장 유지 + 15 차 5 개년 계획 추진을 위해서는 2026 년 추가 유동성 공급 불가피**
- **2026 년은 旣유동성 효과 + 추가 공급 기대감 유효**

Key Charts

풀린 유동성 대비 증시 레벨은 낮음

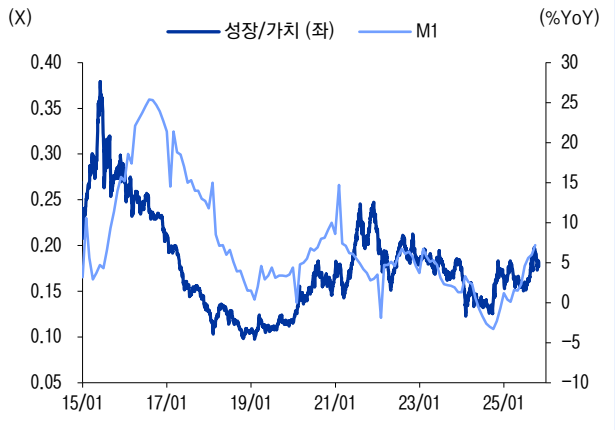
자료: Wind, LS증권 리서치센터

아직은 버블이라고 보기 제한적인 레벨

자료: Wind, LS증권 리서치센터

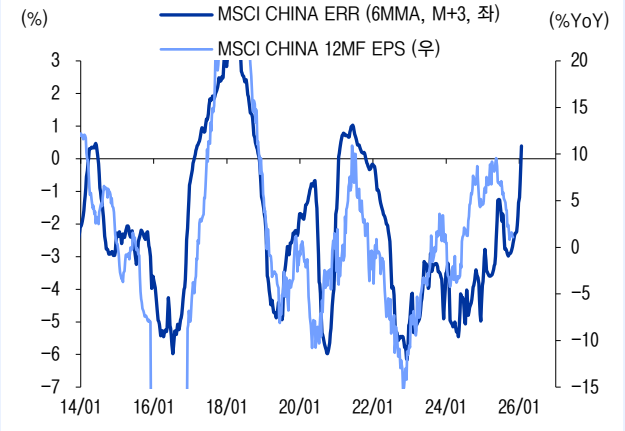
- **중국 증시 시가총액은 역대 최고치를 경신했지만 유동성 대비해서는 낮은 레벨**
- **버블이라고 해석되기에는 시기상조**

중국 성장/가치 상대성과 및 M1 증가율



자료: Wind, LS증권 리서치센터

반내권 정책에 따른 기업 이익 기대감 유효



자료: Wind, LS증권 리서치센터

- **2026 년에도 성장주 우위 지속 전망**
- **유동성 효과에 따른 밸류 확장 및 반내권 정책에 따른 이익 기대감 유효**

LS 증권 2026 연간전망

China

불안한 매크로, 탄탄한 마켓

2026 년 중국 경제/증시 전망

LS 증권 리서치센터

Contents

Part I 중국 경제 전망 9

Part II 중국 증시 전망 28

LS 증권 리서치센터

Part I

중국 경제 전망

2026년 중국 경제: 2보 전진을 위한 1보 후퇴

들어가며

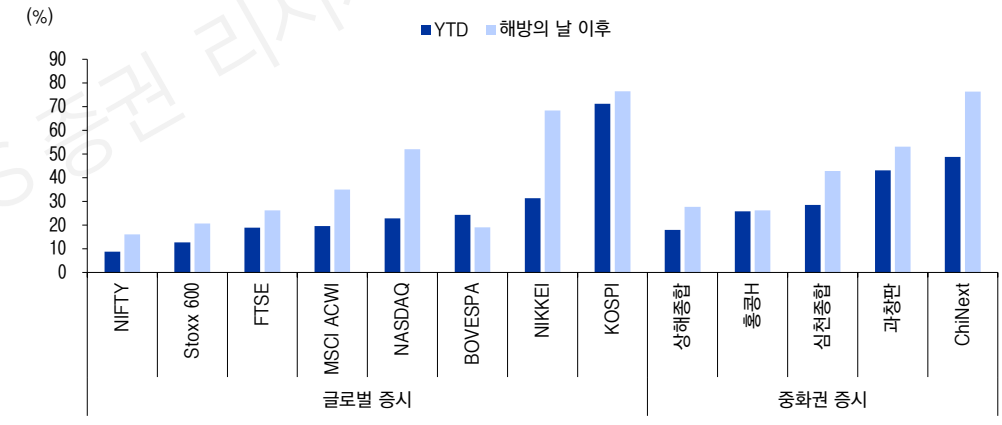
작년에 이어 올해도 중화권 증시의 수익률은 글로벌 주요 주가 지수 대비 양호한 수익률을 기록 중에 있다. 다만, 이러한 흐름이 내년에도 이어질지는 고민이 되는 시점이다. 중국의 경기가 여전히 불안하기 때문이다. 정부의 적극적인 개입으로 침체와는 거리가 멀어지고 있는 분위기지만 공급과잉, 부동산 경기 침체와 같은 구조적인 리스크를 감안하면 중국 시장을 낙관하기엔 여전히 조심스러운 상황이다.

중국의 경기는 불안하지만 성장 구조에 새로운 변화가 감지되고 있다는 점을 주목해야 한다. 중국은 핵심 첨단 산업에서 글로벌 최정상권으로 도약하고 있다. 이제는 더 이상 모방국이 아닌 새로운 첨단 기술 패러다임을 제시하는 선도자로 부상하고 있으며, 글로벌 주요 산업에서 압도적인 점유율과 기술력을 보유하고 있고 중국 정부가 이를 뒷받침하고 있다.

올해에도 글로벌 금융시장에는 역사책에 기록될 만한 많은 이벤트들이 발생했는데, 그중 하나는 글로벌 금융시장을 충격으로 빠뜨린 딥시크(DeekSeek)의 등장일 것이다. 딥시크의 등장은 우연이 아닌 필연이었다는 것을 명심해야 한다. 미국의 압박이 오히려 중국의 기술 자립 속도를 오히려 가속화시켰고, 오랜 기간 동안 축적되어 온 투자의 성과가 나타난 것이다.

2026년은 15차 5개년 계획이 시작되는 해이다. 동시에 새로운 구조개혁도 가속화될 것으로 관측된다. 2026년에는 정부의 정책이 단기적인 부양보다는 장기적 성장을 유지시키는 것에 초점이 맞춰질 것으로 판단하며, 소비와 투자 부문에서 체질 개선이 본격적으로 이뤄질 것으로 전망한다. 이러한 과정 속에서 잡음은 발생될 수 있겠으나, 이제는 중국의 다운-사이드 리스크가 아닌 오히려 업-사이드 리스크를 경계해야 할 것으로 판단한다.

그림1 **주요국 증시 수익률 비교 (10/31 기준)**



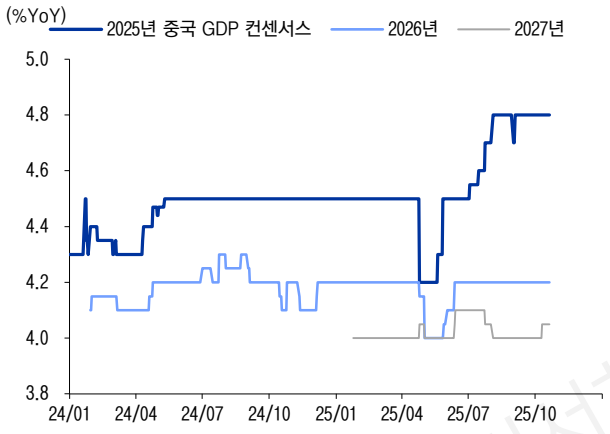
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

1. 2026년에도 5% 성장을 고집할 중국 정부

올해도 중국의 경제 성장률은 우려와 달리 시장 예상치를 상회하고 있다. 2025년 1-3분기 기준 중국의 GDP 성장률은 +5.2%YoY로 정부의 연간 목표치인 +5%를 웃돌고 있어 4분기에 최소 +4.5%만 기록해도 목표 달성이 가능한 상황이다. 사실 중국의 경제 성장률은 코로나19 시기를 제외하고 목표치에 부합해 왔지만 저성장에 대한 노이즈는 지속되고 있다. 2026년 중국 경제 성장률에 대한 시장 컨센서스(Bloomberg 기준)도 +4.2%YoY로 여전히 기대치가 낮다.

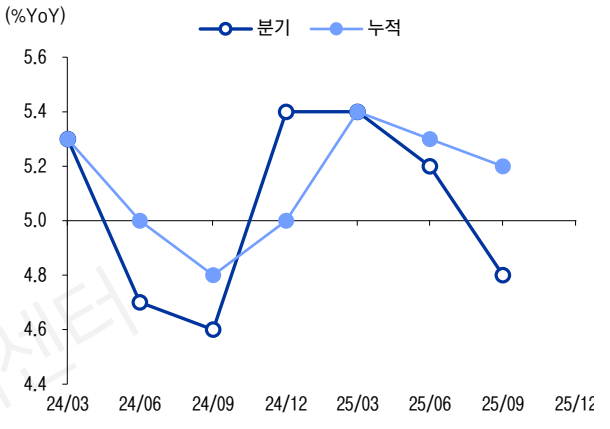
그럼에도 불구하고 중국 정부는 2026년에도 5% 내외의 성장 목표를 제시할 것으로 전망한다. 2020년에 개최된 19기 5중전회에서 중국 정부는 1인당 GDP를 중등 선진국 수준으로 끌어올리기 위해 2035년까지 경제 규모를 2020년 수준 대비 2배로 키울 것이라 공식 선언했으며, 올해 4중전회에서도 해당 목표가 다시 한번 강조되었다. 이는 2020년 기준 연평균 4.78% 성장해야지만 달성 가능한 수치이다. 2026년에도 경제 성장 목표 달성에 대한 시장의 의구심이 여전할 수 있겠으나 늘 그래왔듯 중국 정부는 목표 달성을 위해 필요시 적극적으로 개입할 것으로 보인다. 특히, 2026년에는 새로운 5개년 계획이 시작된다는 점에서 정책 강도가 더 확대될 가능성이 높을 것으로 판단한다.

그림2 **중국 GDP 성장률 컨센서스**



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림3 **중국 GDP 성장률, 목표 달성 가능성 확대**

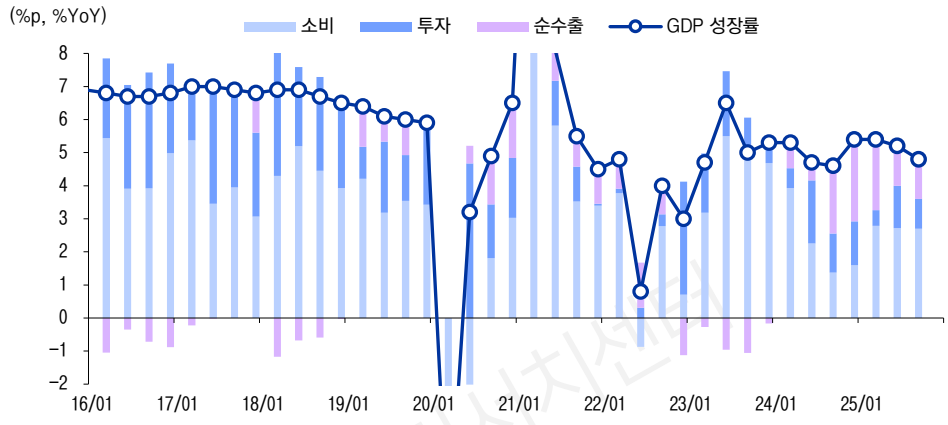


자료: 중국 통계국, LS증권 리서치센터

중요한 것은 5%가 아닌 소비 기여도 회복

그러나 이제는 5% 성장이 중요한 것이 아니다. 정부의 목표대로 올해 5% 성장을 실현하더라도 무엇이 경제 성장을 주도하는지가 핵심이다. 바로 외수가 아닌 내수의 기여도 회복이다. 2025년에도 미중 무역갈등 노이즈가 반복되었지만 결과적으로는 긍정적으로 마무리되면서 매수 기회로 작용했었다. 이로 인해서 예상과 달리 순수출 부문이 또 한 번 경기 방어 역할을 수행했다. 반면에 소비의 경우에는 정부의 공격적인 부양책에도 불구하고 회복이 더딘 상황이다. 즉, 중국의 경기가 안정적인 궤도에 오른 것으로 평가되려면 변동성이 큰 수출이 아닌 내수 주도형으로 회귀해야 한다는 것이다. 결국 2026년에도 중국 정부가 채택할 1순위 정책은 내수 확대일 공산이 크다.

그림4 부문별 경제 성장 기여도. 여전히 부진한 중국의 소비



자료: 중국 통계국, LS증권 리서치센터

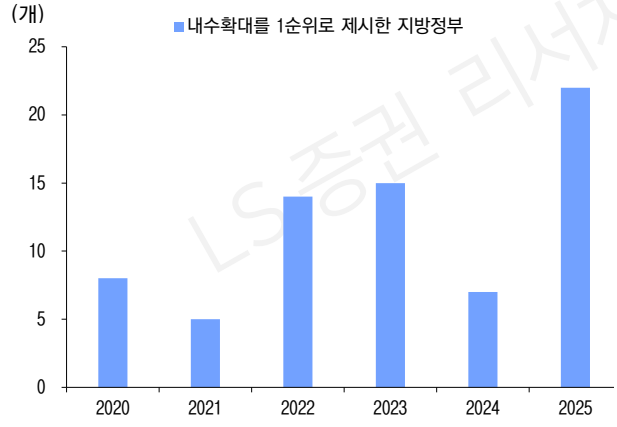
2. 2026년에도 핵심은 결국 소비

소비 부양책은 지속 가능성이 낮다

중국 정부는 미중 갈등을 극복하고 경제 성장의 불균형을 해소하기 위해 올해 정책 기조를 기술 중심 성장에서 내수 중심 성장으로 전환하였다. 이에 따라 소비 진작, 부동산 완화, 자동차 및 가전 등 주요 산업에 대한 대규모 보조금과 세제 지원이 대대적으로 시행되었고, 중앙 및 지방정부는 내수 활성화를 위해 전례 없는 규모의 재정지출을 단행했다.

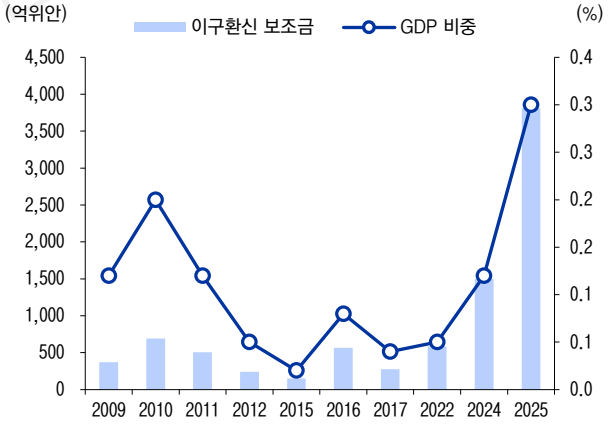
그러나 이러한 정책의 효과는 단기에 그쳤다. 부동산 경기 둔화 지속으로 지방정부 재정 여력이 크게 약화된 상황에서 보조금 중심의 부양책은 지속 가능성이 낮았고 구조적 내수 회복으로의 연결에는 또다시 실패했다. 결과적으로 내수 진작 정책은 단기적인 성장률 방어에는 일부 기여했으나 전반적인 경기 회복을 견인하지는 못하여 정부의 의도대로 소비 주도형 성장으로의 전환은 가시적 성과를 보이지 못했다.

그림5 2025년 1순위 정책은 내수 확대였으나...



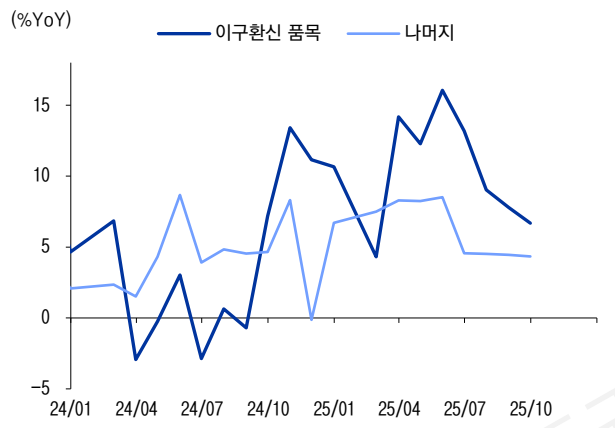
자료: 중국 지방정부 정부업무보고, LS증권 리서치센터

그림6 전례 없는 보조금 지원까지 동반



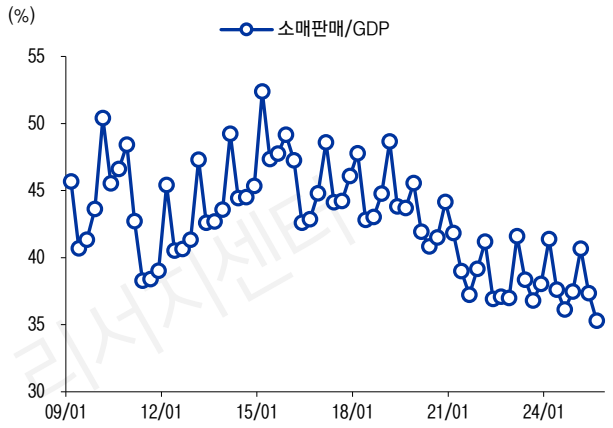
자료: 언론보도종합, LS증권 리서치센터

그림7 **단기 효과에 그쳤던 소비 부양책**



자료: 중국 통계국, LS증권 리서치센터

그림8 **소비가 경기를 견인하고 있는가**



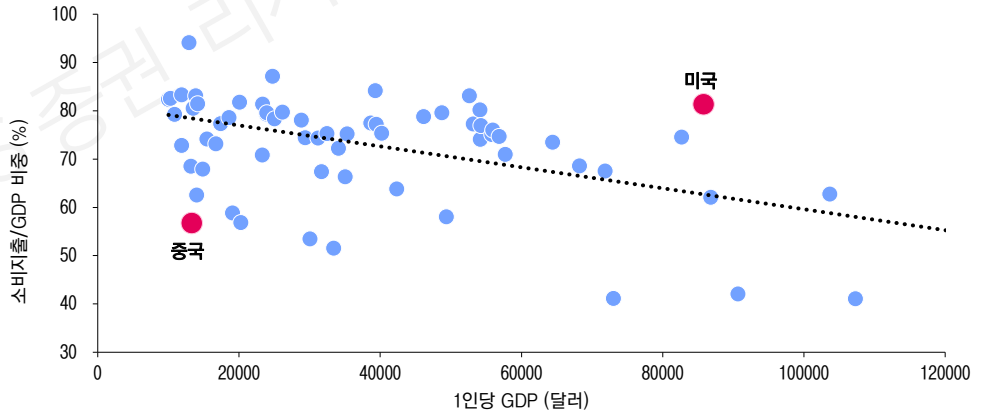
주: 분기 기준
자료: 중국 통계국, LS증권 리서치센터

소비 둔화, 왜 중국에만 엄격할까?

사실 소비 둔화 장기화는 중국에만 국한된 현상이 아닌 주요국 전반에서 공통적으로 관찰되고 있다. 주요 선진국의 경우에는 경제 성장에 있어 소비가 핵심 요인이며 소비가 GDP에서 차지하는 비중은 중국보다 높다. 1인당 GDP 수준이 비슷한 국가와 비교해도 중국의 소비 비중은 낮은 편에 속한다. 그러나 시장은 왜 유독 중국의 소비 약화에 더 민감하고 엄격하게 반응하는 경향일까?

우선 미국을 비롯한 선진국의 경우에는 경기 둔화 국면에서도 제도적 안정성과 금융시장 성숙도, 그리고 기술·서비스 산업 중심의 성장 다변화로 인해 시장이 소비 둔화를 구조적 조정으로 인식하지 않는 것으로 보인다. 이에 비해 중국의 소비 위축은 정책의 신뢰성 문제와 높은 주택경기 의존도로 인한 구조적 조정으로 해석되어 동일한 수준의 소비 둔화라도 더 큰 시장 불안을 유발하는 것으로 판단한다.

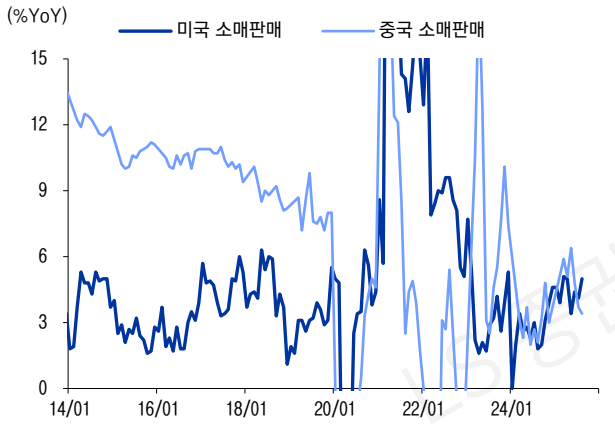
그림9 **국가별 1인당 GDP 및 소비지출 비중**



주: 1인당 GDP가 1만 달러 이상 국가 기준
자료: Word Bank, LS증권 리서치센터

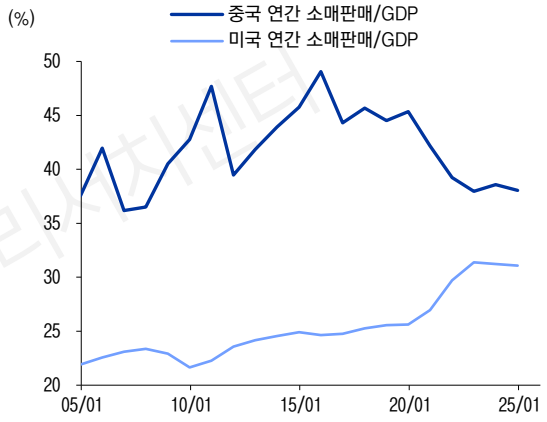
소비의 구조에서도 차이점이 존재한다. 중국은 미국을 비롯한 주요 선진국과 달리 전체 소비에서 서비스 소비 비중이 낮고 변동성이 큰 재화 소비 비중이 높다. 미국과 중국 모두 동일하게 소비 둔화에 우려가 장기간 지속되고 있어도 미국의 경기만 상대적으로 안정적인 것으로 평가될 수 있는 이유는 변동성이 낮은 서비스 소비 비중이 높았기 때문이다.

그림10 **미국과 소매판매 증가율은 유사하지만...**



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림11 **소비 구조의 차이 존재**



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

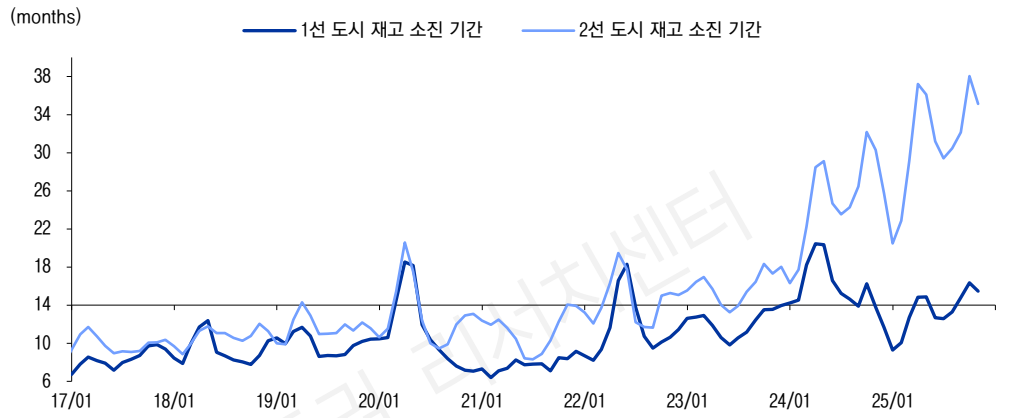
소비가 좋아지려면?

장기간 반복되는 패턴이지만 중국의 소비가 개선되려면 결국 부동산 경기가 회복되어야 한다. 중국의 부동산 경기는 최악은 통과한 것으로 보이지만 유의미한 회복세를 나타나기엔 긴 시간이 소요될 것으로 보인다. 각 지방정부에서 부동산 경기 침체를 극복하기 위해 수년간 수많은 정책을 쏟아냈지만 중국의 주택 시장은 여전히 초과공급 상황이다. 일반적으로 중국에서 주택 재고 소진 기간이 14개월 이상이면 초과 공급으로 간주된다. 베이징, 상하이 등 1선 도시는 기준선에 근접해 있지만 나머지 지역은 회복이 묘연한 상황이다.

현재 중국에서는 주택을 매입하기에 상대적으로 최적화된 환경이다. 주담대 금리가 역사적으로 낮은 수준이며 1선 도시마저도 부동산 규제를 상당 부분 완화했다. 그러나 완화 정책이 발표됐을 시에만 반짝하고 주택 거래량이 늘었다가 다시 축소되는 흐름이 반복되고 있으며, 궁극적으로 심리가 위축되어 있어 소비자들은 여전히 관망세를 이어나가고 있다.

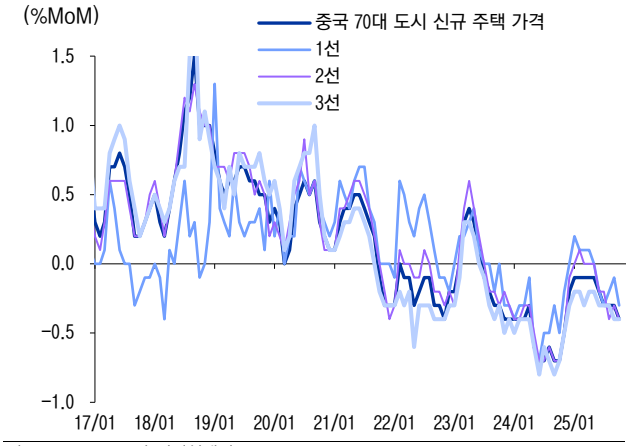
이러한 상황에서 중국 정부가 취할 수 있는 최선의 방법은 결국 소비의 구조를 전환시키는 것이다. 바로 미국과 같이 변동성이 낮은 서비스 소비 비중을 높이는 방법이다. 코로나19 이후 중국 정부의 소비 부양책은 대부분 소비자가 물품을 구매할 시 보조금을 지원하는 상품 소비 중심의 정책이었다. 한편, 2025년 9월 중국 상무부는 19가지 항목으로 구성된 서비스 소비 확대 정책을 발표했다. 결국 이구환신 등 재화 소비 부양책으로만 전체 경기를 견인하기에는 한계가 있다는 것을 인지한 것으로 보이며, 선진국처럼 서비스 소비 비중 확대시켜 안정성을 도모하는 동시에 새로운 성장 돌파구를 마련해 나가려는 의도로 판단한다.

그림12 중국 주택 재고 소진 기간. 여전히 심각한 미분양



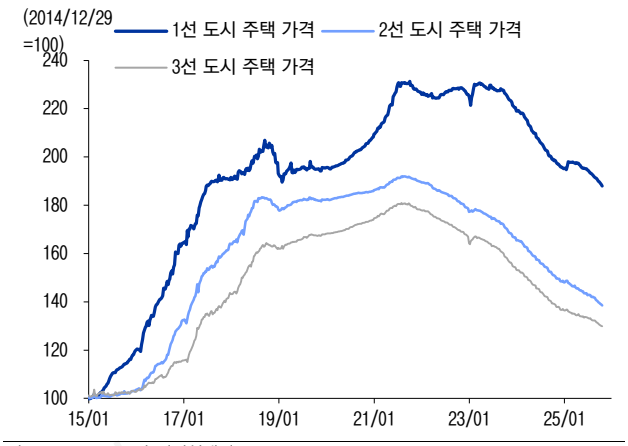
자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림13 중국 신규 주택 가격



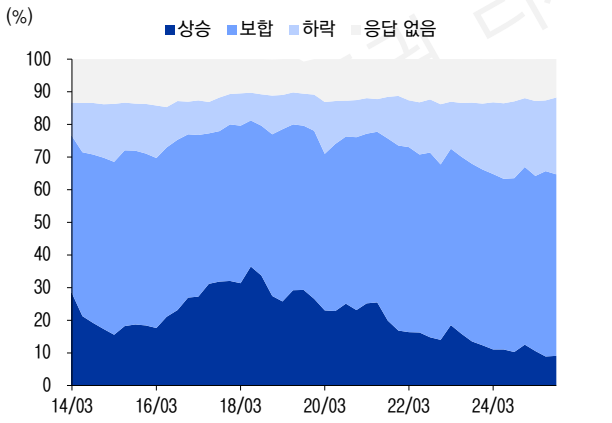
자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림14 중국 주택 가격 지수



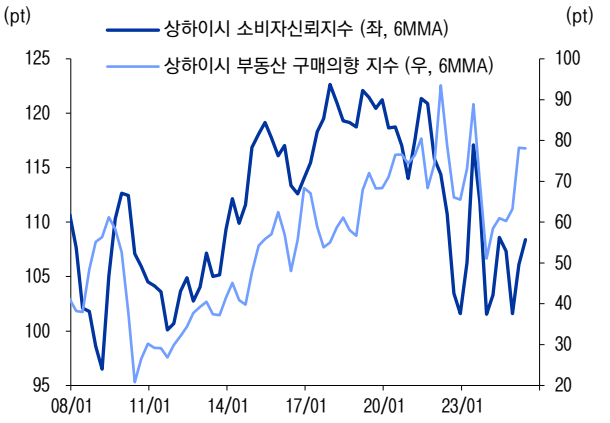
자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림15 향후 주택 가격에 대한 인민은행 서베이



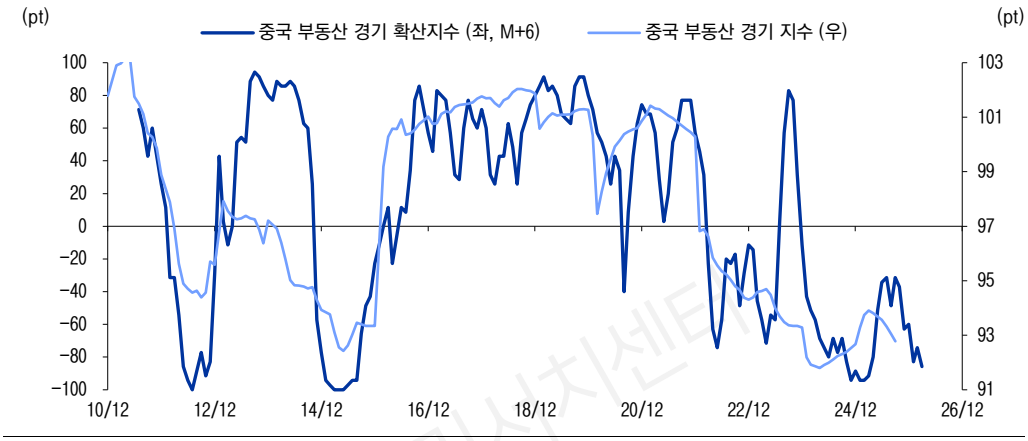
자료: 인민은행, LS증권 리서치센터

그림16 1선 도시만 심리가 소폭 개선된 상황



자료: SUFE, LS증권 리서치센터

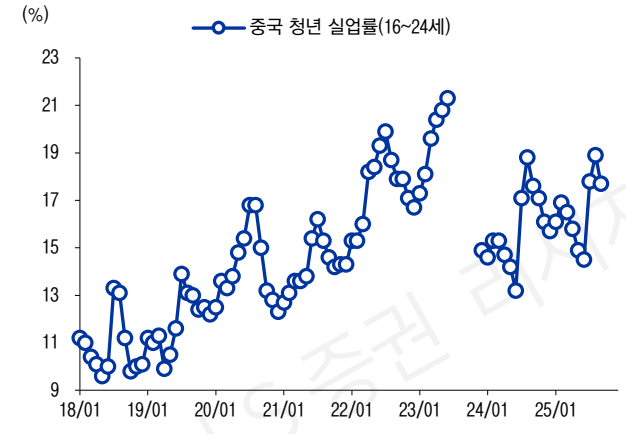
그림17 **중국 부동산 경기 확산 지수**



자료: Wind, LS증권 리서치센터

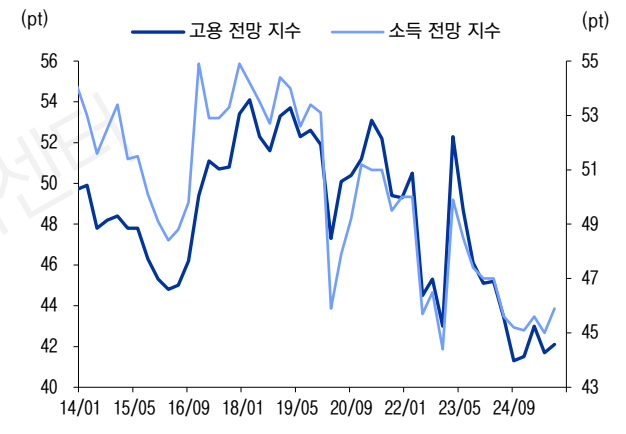
지난 10년 동안은 서비스 소비에 관한 정책 가이드라인 제시하여 제도적 기반이 구축되었고 2025년 하반기에는 직접적으로 서비스 소비를 확대하는 세부적인 정책들이 마련되었다. 2026년부터 각 지방정부에서 본격적으로 액션이 취해질 것으로 예상된다. 장기적 관점에서 서비스 소비 육성 정책은 중국 경제의 소비 구조를 선진국처럼 상품 중심에서 서비스 중심으로 변화시킨다는 점에서 의미가 있다. 즉, 단기적 경기 대응 효과보다는 긴 호흡에서 긍정적인 것이다. 결국 단기적으로는 고용 및 소득 회복이 동반되지 못하고 민간 소비심리가 여전히 위축되어 있는 등 구조적 제약요인이 여전히 강하게 작용되고 있기에 2026년에도 중국의 소비는 완연한 회복세를 보이기보다는 침체는 아니지만 뚜렷한 성장도 제한적인 상태로 유지될 것으로 판단한다.

그림18 **중국의 청년 실업률**



자료: 중국 통계국, LS증권 리서치센터

그림19 **고용 및 소득에 대한 심리 여전히 저조**



자료: 인민은행, LS증권 리서치센터

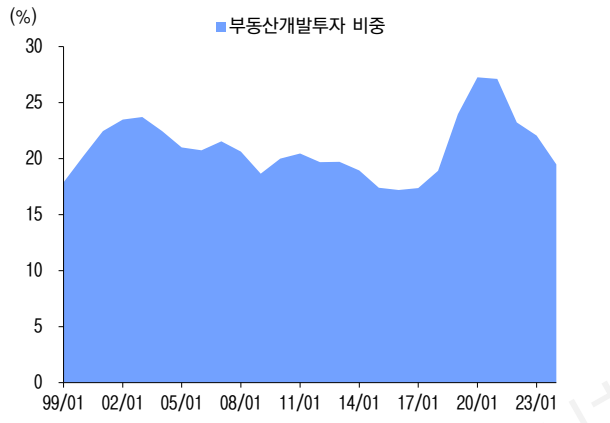
3. 15차 5개년 계획의 시작과 반내권(反內卷) 정책

중국의 정책 여력은 충분하다. 주요국과 대비해도 정부 부채 비중은 낮은 편에 속한다. 다만, 영원히 급한 불만 끄는 식의 단기 부양에만 급급할 수는 없으며 체질 개선을 위한 경제 구조조정이 절실한 상황이다. 2026년부터는 중국 경제의 체질 개선이 본격화될 전망이다. 소비뿐만 아니라 투자 부문에서도 변화가 시작될 것으로 판단한다. 2026년은 새로운 5개년 계획이 시행되는 동시에 새로운 공급 개혁으로 평가되는 반내권(反內卷: 소모적 경쟁 방지) 정책도 시행된다. 이를 통해서 중국의 경제가 바로 호전될 것이라고 주장하는 것은 아니지만 중국 경제를 둘러싼 디스카운트 요인이 해소될 것으로 기대해 볼 수는 있다.

투자, 부동산은 불안해도 첨단 기술이 올라온다

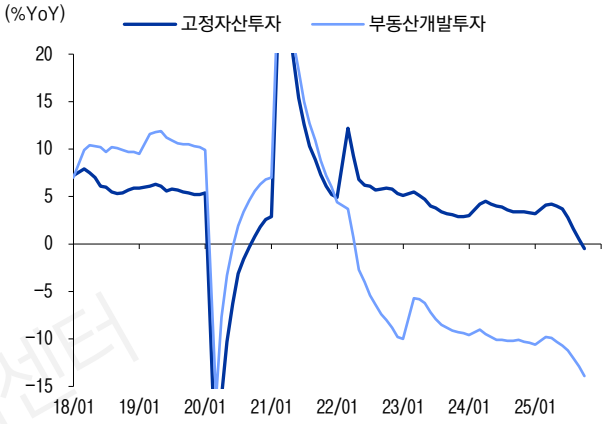
앞서 서술한 바와 같이 주택 미분양 해소는 긴 시간이 소요될 것으로 예상되어 2026년에도 신규 부동산 착공은 기대하기 어려운 상황이다. 그렇기에 전체 고정자산투자에서 낮아지고 있지만 여전히 높은 비중을 차지하고 있는 부동산개발투자가 회복될 환경이 조성되지 않을 것으로 판단된다.

그림20 **투자에서 높은 비중을 차지하고 있는 부동산개발투자**



자료: 중국 통계국, LS증권 리서치센터

그림21 **지금은 신규 착공이 제한된 상황**

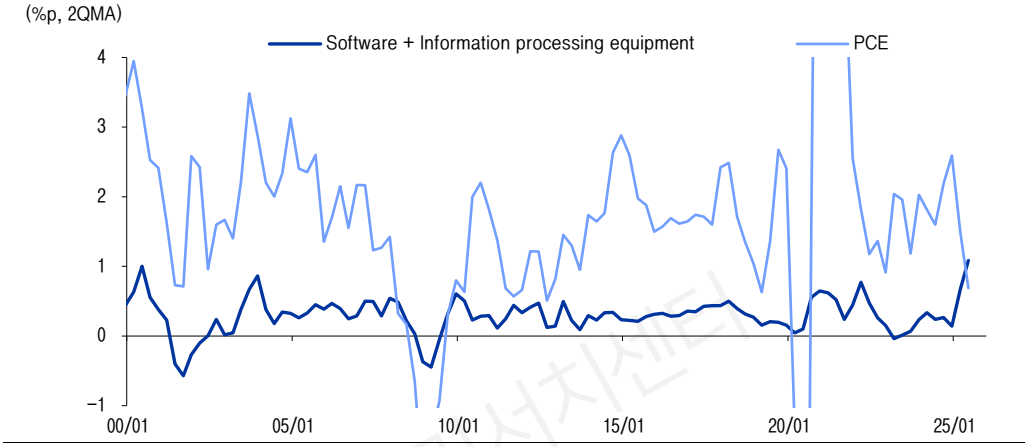


자료: 중국 통계국, LS증권 리서치센터

그러나 첨단 기술의 경제 성장에 대한 기여도가 올라올 수 있다는 점을 주목해야 한다. 현재 미국의 GDP 성장률을 살펴보면 정보처리장비 및 소프트웨어에 대한 투자의 기여도가 개인소비지출의 기여도를 추월했다. 이는 AI 등 첨단기술 산업에 대한 자본지출 확대 효과가 미국의 경제 성장을 유지시키고 있는 것이다. 결국 고용 둔화에 따른 구조적 소비 위축이 현실화되더라도 투자가 경기 방어 역할을 수행할 수 있으며, 투자 확대는 후행적으로 고용까지 회복시킬 수 있다는 점에서 미국의 경기는 침체와는 거리가 멀어지고 있다

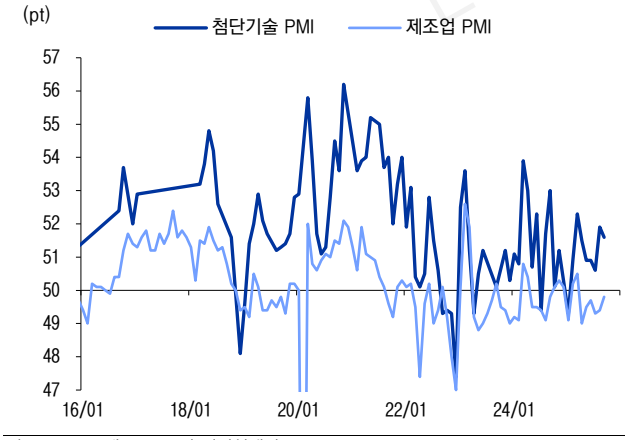
중국도 마찬가지일 수 있다. 데이터상 절대적인 규모는 제공되지 않고 증가율만 제공되어 경제 기여도를 파악하기에는 제한적이지만 첨단 기술 관련 투자의 증가율은 상대적으로 높은 수준을 기록 중에 있다. AI 투자 사이클 트렌드에 발맞춰 중국의 빅테크 업체들도 CAPEX 적극 확대하고 있는 상황이다.

그림22 미국 GDP 성장률 기여도. AI 관련 투자 항목이 소비의 기여도를 추월



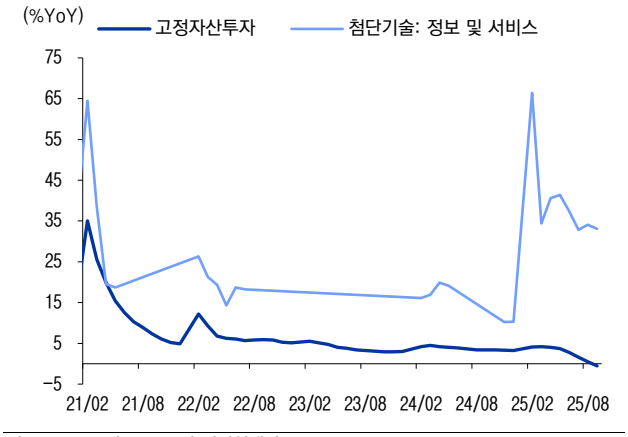
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

그림23 중국도 마찬가지일 수 있다



자료: 중국 통계국, LS증권 리서치센터

그림24 높은 수준의 첨단기술 투자 증가율



자료: 중국 통계국, LS증권 리서치센터

첨단 기술 투자를 뒷받침할 정부

올해 10월에 개최된 중국 공산당 중앙위원회 제20기 제4차 전체회의(4중전회)는 중장기 정책 방향을 다시 한번 가늠할 수 있는 핵심 회의였다. 올해 초 양회만 하더라도 중국 정부는 경제운용의 최우선 순위를 첨단기술 육성 및 기술자립에서 내수확대로 전환한 바 있다. 다만, 이번 4중전회에서는 여전히 기술자립을 핵심 장기전략으로 유지하고 있음을 명확히 했고 연초에 강조한 내수확대는 후순위로 제시가 되었다.

단기적으로는 소비 진작과 내수 안정에 초점을 두되, 장기적으로는 첨단기술 자립을 통한 산업 구조 전환을 지속 추진함으로써 질적 성장으로의 전환을 도모하는 것이 중국 정부의 핵심 목표인 것으로 확인된다. 4중전회에서는 15차 5개년 계획 초안이 심의되었다. 2026년에는 AI 등을 비롯한 미래산업에 대한 새로운 목표가 제시될 전망이다. 이미 글로벌 AI 투자 사이클에 발맞춰 중국 정부는 AI 산업에 대해 세부적인 목표 제시하고 있는 상황이다.

LS증권 리서치센터

新5개년 계획과 함께 추진될 新공급개혁

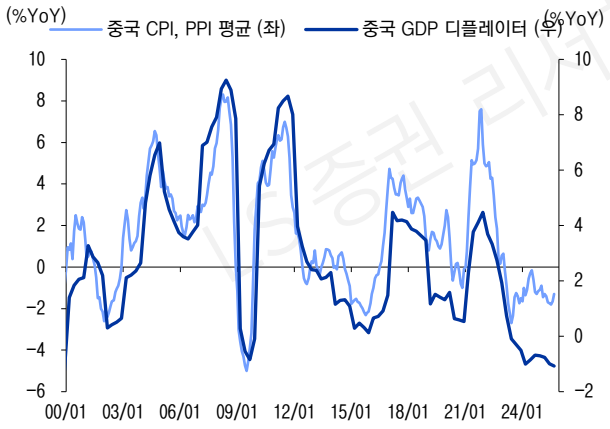
2025년 9월 기준 중국 PPI는 현재 36개월 연속 역성장을 기록 중에 있다. 디플레이션 국면이 장기화되고 있는 것은 물론 수요가 위축된 원인도 크다. 다만 근본적인 원인은 공급 측면에 있을 수도 있다. 중국 정부는 팬데믹 이후 수요를 부양하기 위해 금리 및 지급준비율 인하 등 공격적으로 유동성을 투입하고 있지만 공급과잉이라는 구조적 문제가 해소되지 않은 것이 물가 회복을 지연시키는 원인으로 더 크게 작용 중에 있는 것으로 판단한다.

디플레이션의 또 하나의 원인은 부동산 경기 침체다. 이자 상환에 급급한 부동산 디벨로퍼가 은행 덕분에 만기 연장 및 추가 대출로 생존했지만 생산성이 높은 기업으로 갈 대출 여력을 가로채고 있다. 그 동안 유동성은 풀렸지만 실물경기로 제대로 투입되지 않았던 이유도 이 때문이다

중국 정부가 파산 위기에 직면한 기업을 막아주는 탓에 유동성이 풀려도 거래성 유동성(M1) 상승으로는 연결되지 못했고 기업에 대한 대출도 감소했다. 업종별 이자보상비율(ICR)를 살펴보면 부동산 뿐만 아니라 철강을 비롯한 감산의 타깃으로 지목되는 업종들이 상대적으로 낮은 레벨인 것으로 확인된다. 결국 중국 정부가 2025년 7월에 발표한 반내권 정책이 현재 중국의 상황에 매우 적합했던 처방인 것으로 보인다.

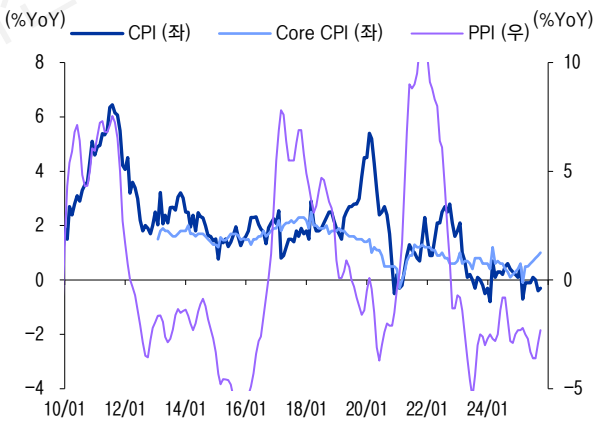
2026년에 다수 산업에서는 반내권 정책을 기반으로 본격적으로 체질 개선에 돌입할 것으로 예상되며 효과는 긍정적일 것으로 기대된다. 특히, 중국 정부는 성격은 다르지만 과거 2015년에 공급사이드 개혁을 통해 디플레이션에서 탈출한 경험이 있다는 점도 긍정적이다. 과거 일본의 사례를 통해서도 알 수 있다. 1990년대 일본의 디플레이션에 대한 대응은 수요 중심(재정·통화 완화)이었지만 효과는 제한적이었고, 1990년대 말~2000년대 초에 돼서야 본격적인 공급 구조조정 통해 디플레이션이 탈출한 바 있다. 이는 디플레이션 국면에서 탈출하기 위해서는 공급이 선제적으로 해결되어야 한다는 것을 시사한다

그림25 디플레이션 국면 장기화



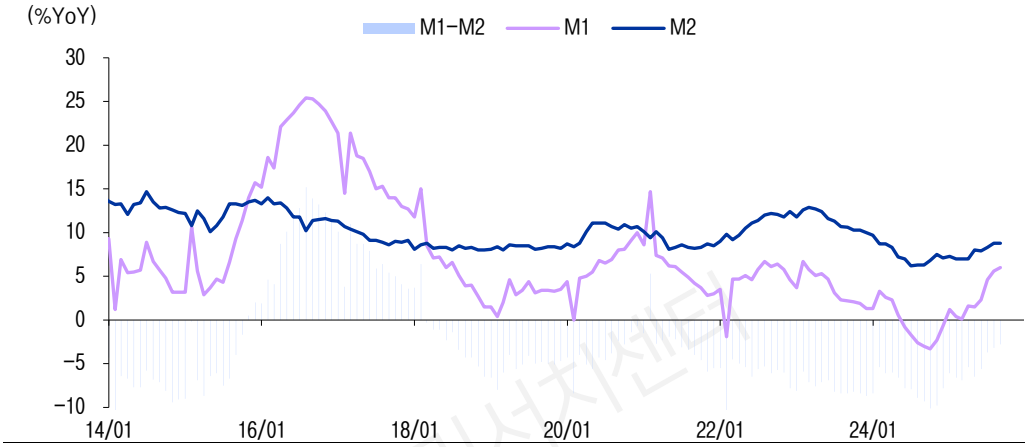
자료: 중국 통계국, LS증권 리서치센터

그림26 PPI는 36개월 연속 역성장 중



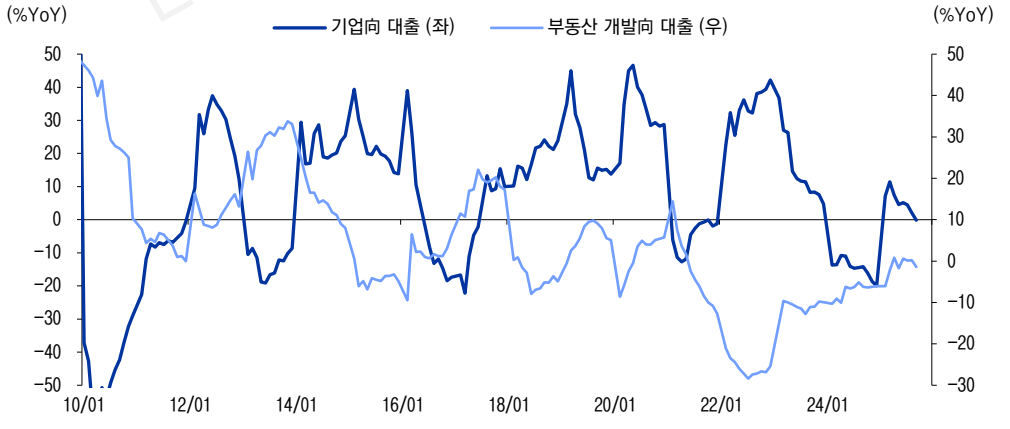
자료: 중국 통계국, LS증권 리서치센터

그림27 인민은행의 공격적인 유동성 투입에도 M1-M2 증가율 스프레드는 오랫동안 마이너스



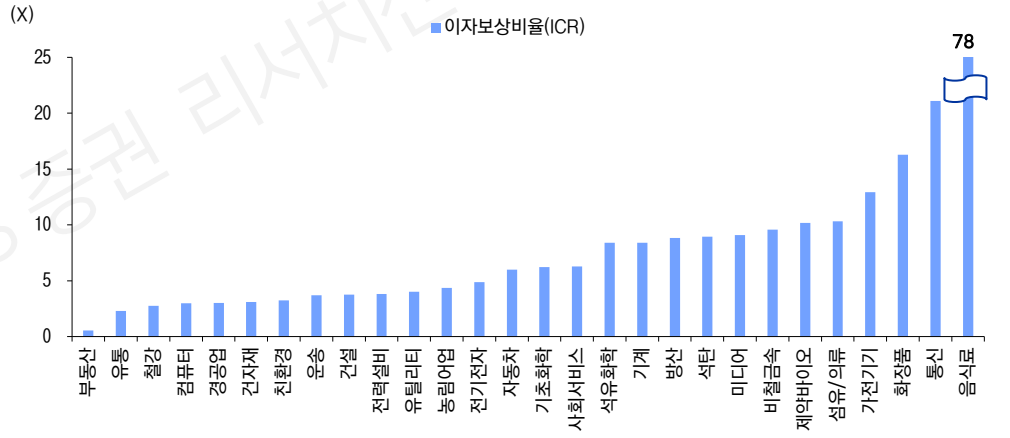
자료: 인민은행, LS증권 리서치센터

그림28 정부의 구제로 부동산 기업들이 파산은 면했지만 타 업종이 피해를 입고 있었다



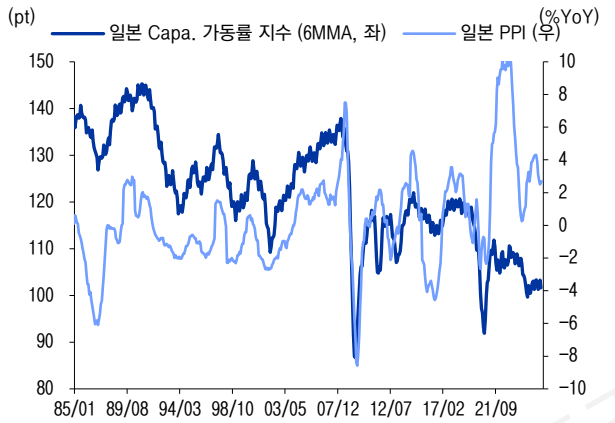
자료: 인민은행, LS증권 리서치센터

그림29 이자보상비율이 낮은 기업이 구조조정(감산)의 타깃



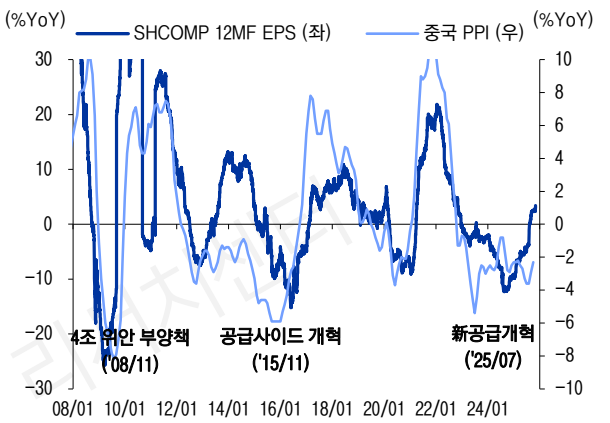
자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림30 1990 년대초 일본은 수요 부양 중심 정책



자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림31 결국 공급 중심의 정책이 우선적인 것을 시사



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

표1 2015~ 공급 개혁 vs. 2025~ 공급 개혁 비교

항목	공급측 사이드 개혁 (2015)	반내권(2025)
정책 목표	삼거일강일보(三去一降一补): 과잉설비 축소, 부동산 재고 축소, 디레버리징 비용 절감, 취약부문 보완으로 전통 제조업 체질개선	저가 경쟁 억제, 공정경쟁 회복+전국통일대시장 심화로 가격 신호 정상화, 자원 재배치 효율 제고
적용 범위	철강, 석탄 등 전통 중후장대 업종 중심의 케파 감축, 구조조정	전통 업종 +신흥업종(태양광, 전기차, 배터리 등)의 저가 출혈경쟁까지 포괄, 시장질서 규범화
수단/도구	행정+재정 보조, 산업별 감산 목표, 부실정리(NPL 처분), M&A, 지역 재정 지원 등	법, 제도 기반 경쟁질서 정비(전국 통일대시장 과제, 입찰/조달 규범화, 저가 무질서 경쟁 단속), 반부정당경쟁법 개정(2025.10.15 시행), 부처/산업협회 합동 시정
정책 톤	공급(물량) 축소가 전면에: 케파 압축과 재고 정리	경쟁의 질을 앞세움: 가격왜곡/덤핑 시정 → 낙후 케파의 질서있는 퇴출 유도(필요 시 감산)
매크로 배경	과잉설비, 부채누증, PPI 마이너스의 장기화에 대한 구조적 처방	신흥산업의 과잉경쟁/가격전쟁, 가격 왜곡으로 투자 효율 저하 및 PPI 마이너스 장기화
기대 경로	과잉 케파 축소 → 업황 바닥 다지기 → 투자/가격의 점진 회복	질서회복(가격 회복) → 마진, 현금흐름 베이스 개선

자료: 언론보도종합, LS증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

표2 반내권 정책 타임라인(1)

날짜	부서	이슈(정책, 회의 등)	주요 내용
7월 1일	《求是》메거진	《'내권식 경쟁'의 심각성을 인식하고 종합 정비할 것》	'내권식 경쟁'의 위험성과 원인을 정확히 파악하고, 실천 속에서 효과적인 정비 조치를 탐색할 것
7월 1일	중국시멘트협회	《시멘트 산업의 '반내권·안정적 성장' 추진 의견》	산업 구조조정 최적화와 시멘트 업계의 반내권 및 안정적 성장을 추진하며, 고품질 발전을 실현
7월 1일	**공산당 중앙위원회**	**중앙재경위원회 제6차 회의**	**《전국 통일 대시장 건설 심화 추진》, 기업의 저가·무질서 경쟁을 법에 따라 규제하고, 제품 품질 제고를 유도하며 낙후된 생산능력의 질서 있는 퇴출을 추진**
7월 3일	공신부	제15차 제조업 기업 좌담회	태양광 산업의 고품질 발전과 저가 경쟁을 규제하고, 기업 제품 품질 향상·낙후 설비 정리
7월 9일	발개위	국무원 신문브리핑	핵심 경쟁력 제고·산업구조 최적화·지역 간 결속 강화·공정경쟁 질서 확립을 통한 '내권 경쟁' 종합 정비
7월 9일	시장감독총국	2025년 제4차 기업공정경쟁 좌담회	공정경쟁 심사 강화, 반독점 규제 집행, 민영기업의 공정한 시장환경 조성
7월 16일	국무원	상무회의	신에너지차 산업 경쟁질서 현황 보고 청취, 원가 조사 및 가격 관리 감독 강화, 주요 기업의 결제기한 이행 감독, 장기적 규제 메커니즘 구축
7월 17일	중앙 제4지도조	신에너지차 산업 비이성적 경쟁 문제 조사·좌담	신에너지 자동차 산업 경쟁질서 정상화 및 신형 산업화 촉진
7월 18일	**공신부**	**상반기 공신부 브리핑**	**철강·비철금속·석유화학·건자재 등 10대 산업의 구조조정 및 수급 상황 최적화, 낙후 설비 퇴출. 세부 방안 지속 발표 예정**
7월 18일	발개위	7월 브리핑	공정경쟁·시장 접근제도 정비·주요 업계 개혁 추진
7월 18일	시장감독총국	음식배달 플랫폼 기업 회담	불공정경쟁 금지법 준수·합리적 경쟁 유도
7월 23일	공산당 중앙위원회	당외인사 좌담회	'내권' 타파, 국내 대순환 원활화 및 내·외순환 연계 촉진
7월 23일	농업농촌부	양돈산업 고품질 발전 좌담회	모돈(母猪) 감축·출하 중량 조절·과잉 생산 억제 등 공급조절 강화
7월 24일	**발개위·시장감독총국**	**《가격법 수정안(의견수렴안)》 공표**	**가격질서 규범화, '내권 경쟁' 규제, 가격 담합·차별 등 부당행위 규정 강화**
7월 28일	공신부	공신부 전국 간부 회의	하반기 신에너지차·태양광 산업 경쟁질서 개선, 표준 향상 통한 낙후 설비 퇴출
7월 30일	**공산당 중앙위원회**	**정치국회의**	**전국 통일시장 건설 심화, 기업 무질서 경쟁 규제, 지역별 투자유치 규범화**
7월 31일	발개위	기자회견	기업 무질서 경쟁·저가 판매·시장가격 교란행위 종합 정비
8월 1일	공신부	《다결정 실리콘 산업 에너지 절감 감독 통지》	산업 에너지 절감 감독 절차 정비, 기업 부담 경감
8월 1일	베이징자동차수리협회	《'내권 경쟁' 억제 공동성명》	덤핑·보조금 강제·품질간과, 악성경쟁, 노동자 권익 침해 근절, '내권 경쟁' 억제 통한 산업 생태 보호
8월 5일	인민은행 등 7개 부처	《신형 공업화 지원에 관한 금융지원 지침》	산업·금융정책 협조 강화, '내권 경쟁' 방지
8월 5일	귀주성 시장감독국	-	관광 플랫폼 기업 5개(携程 등) 소집 통해 부당가격행위 단속, 공정·신뢰의 시장질서 확립

자료: 언론보도종합, LS증권 리서치센터

표3 반내권 정책 타임라인(2)

날짜	부서	이슈(정책, 회의 등)	주요 내용
8 월 11 일	중국자동차 공업협회	8 월 브리핑	'이구환신' 정책 효과 가시화, 업계 전반 '반내권' 조치 성과 진전, 자동차 기업 신형 차량 출시로 업계 발전 도모
8 월 13 일	중국축산업협회	양돈업계 지부 회의	농업부의 모돈 감축(100 만 마리) 정책 및 모돈 중량 조절 정책 각 성(省)에 전달
8 월 13 일	중국화학·물리전원 산업협회	《공정경쟁 질서 유지·ESS 산업 건강 발전 촉진 성명》	리튬배터리·ESS 산업의 건전 경쟁 촉진, 저가경쟁 방지, 그레셤 법칙(악화가 양화를 구축) 방지
8 월 14 일	후난성 창샤시 자동차수리협회	《'내권 경쟁' 억제 공동성명》	베이징협회 성명 동참, 업계 전체 동참 촉구
8 월 19 일	공신부 등 6 개 부처	태양광산업 좌담회	투자 통제·낙후 설비 퇴출·덤핑 및 시장가격 모니터링 강화
8 월 22 일	**시장감독총국**	**국무원 브리핑**	**트래픽 우선 행위 및 알고리즘 남용 등 플랫폼 경쟁질서 교란행위 규제, '규정 명확화·강력 단속·서비스 개선' 추진**
8 월 22 일	중국태양광 산업협회	《공정경쟁 강화·우성열태의 시장 질서 촉진 공동성명》	원가 이하 판매 근절·품질 기준 준수· 시장 수급에 근거한 합리적 생산계획 촉구
8 월 23 일	발개위·시장감독총국·국가인터넷 정보판공실	《인터넷 플랫폼 가격행위 규칙(의견안)》	자율적 가격결정·가격 기준 표시·경쟁행위 규범화· 공동거버넌스 체계 확립
8 월 27 일	중국화학·물리전원 산업협회	《리튬인산철 산업 질서 유지 성명》	악성 가격경쟁 금지·원자재 가격 변동 협동 대응· 산업자율관리 강화·혁신주도 촉진
8 월 28 일	시장감독총국	시장 경쟁질서 종합정비· 비이성적 경쟁 예방회의	장기적 경쟁질서 관리체계 구축
8 월 29 일	발개위	8 월 브리핑	가격법 개정 추진·플랫폼 가격 규정 출범· 덤핑 및 과대광고 단속·시장 질서 회복
9 월 1 일	광동성 양돈협회	《양돈 생산능력 조절 성명서》	생산능력 조절, 모돈 출하 및 중량 조절, 과잉 생산 억제, 대형-중소형 양돈장 간의 상생구도 확립
9 월 3 일	안후이성 인민정부	《제조업 첨단화·스마트화·녹색화 추진 방안》	우량기업 M&A 장려, 업-다운스트림 산업체계 재편 추진
9 월 4 일	공신부· 시장감독총국	《전자정보 제조업 2025-2026 년 안정성장 방안》	태양광·배터리 산업의 저가경쟁 규제, 지역별 생산능력 지도, 품질관리 제도 시행
9 월 5 일	중국유리섬유 산업협회	《유리섬유 업계의 공정경쟁 환경 구축 공동성명》	산업 자율 강화·공정한 시장 환경 조성
9 월 9 일	공신부	'15·5' 계획 기업 좌담회	산업 자율 및 해외진출 질서 유도, 비이성적 경쟁 예방
9 월 9 일	**공신부**	**국무원 브리핑**	**기업 및 산업 육성은 장기간 소요되나, 비이성적 경쟁은 기업 및 산업을 파괴하는 일, 불법 경쟁 규제할 것**
9 월 9 일	시장감독총국	정례 브리핑	음식배달 플랫폼 경쟁상황 모니터링, 서비스 품질·식품 안전 강화
9 월 10 일	공신부 등 6 개 부처	《자동차산업 네트워크 질서 정비 통지》	불법이익·허위광고·비방행위 집중 단속
9 월 11 일	중국자동차 공업협회	9 월 브리핑	업계 전반의 '내권 경쟁' 방지 성과 가시화, 자동차 업계 전반 안정적
9 월 12 일	공신부 등 8 개 부처	《z 방안(2025-2026 년)》	자동차산업 경쟁질서 규제·허위광고 단속· 업계 정보 공개 규범화·시장환경 개선
9 월 12 일	공신부·시장감독총국·국가에너지국	《전력장비산업 안정성장 방안(2025-2026 년)》	태양광 제조 표준 이행·산업 구조 최적화
9 월 15 일	**공산당 중앙위원회**	**《전국 통일 대시장 건설 추진 확대》**	**저가·무질서 경쟁 규제, 낙후설비 퇴출, 품질 제고 유도, 내권 피해 지역에 대한 조치 및 업계 자율성 강화**
9 월 16 일	발개위	《전국 통일시장 건설 추진 세부 배치》	신에너지차·태양광 산업의 무질서 경쟁 규제, 가격법 개정 가속
9 월 18 일	공신부·상무부· 시장감독총국	《경공업 안정성장 방안(2025-2026 년)》	기술 낙후·저부가·저효율 설비 폐지, 고부가가치 생산능력 육성

자료: 언론보도종합, LS증권 리서치센터

4. 2026년에도 격화보다는 협상으로 수렴할 미중 관계

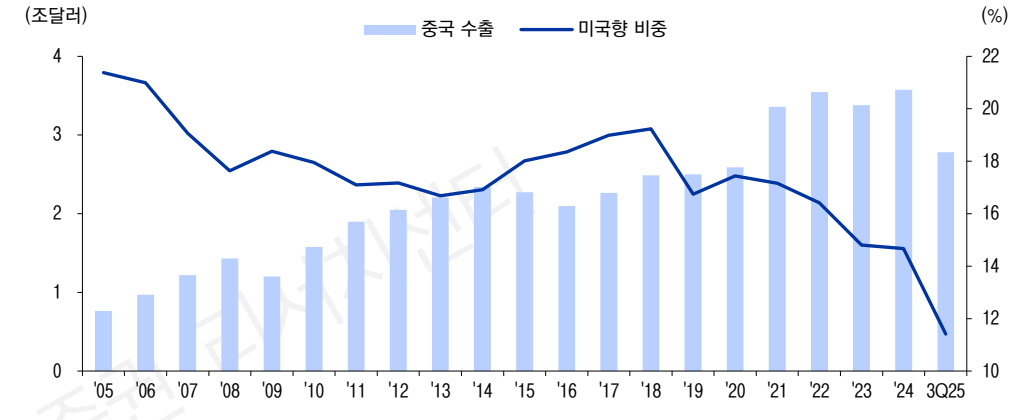
2026년은 미국 중간선거가 예정되어 있어 트럼프 대통령은 지지층 결집 필요성에 따라 관세 부과 · 기술 제재 등 대중 정책의 강도를 탄력적으로 상향 조정할 유인이 존재한다. 다만, 올해와 같이 광범위한 조치가 물가 및 시장 충격을 수반하는 부담으로 작용된다는 점에서 2026년에도 미·중 관계는 잡음이 발생해도 결국 협상으로 수렴되는 시나리오가 유력할 것으로 예상한다.

관세 부과 vs. 희토류 통제

미국의 고율 관세 부과와 중국의 희토류 통제는 서로 다른 성격의 전략으로 둘 중 무엇이 더 강력한 조치인지는 판단하기 어렵지만 단기적으로는 전략적 우위는 중국에 있는 것으로 판단한다. 이유는 1)중국의 대미 수출 의존도가 계속해서 축소되고 있으며, 2)미국 정부는 희토류 자립을 가속화하기 위해 희토류 생산기업인 MP Materials에게 전폭적인 지원을 하고 있지만 중국 없이는 중단기적으로 자국 수요를 충족할 수 없는 것으로 보인다.

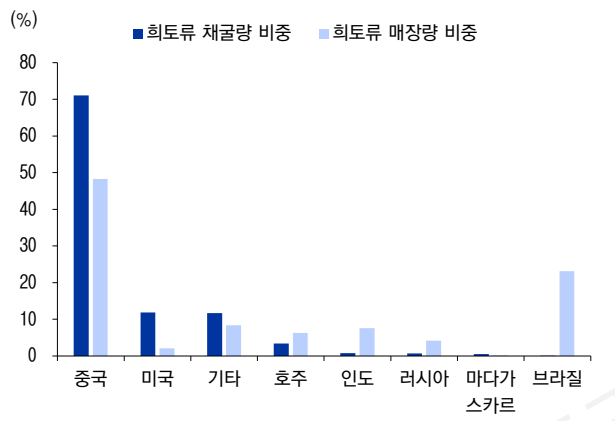
중국은 희토류 채굴뿐만 아니라 정련 등 중간공정에서도 높은 점유율을 보유하고 있다. 희토류에 대한 전면적인 차단이 아니더라도 수출을 허가제로 전환하거나 특정 품목에 대해 미세 조정만으로도 글로벌 공급망에 마찰을 일으킬 수 있다. 중국 정부는 희토류에 대한 채굴 및 정련 쿼터 발표를 중단했다. 이는 필요 시에 미국을 대항할 무기로 활용할 것을 시사한다.

그림32 **과거 대비 줄어든 미국향 수출 의존도**



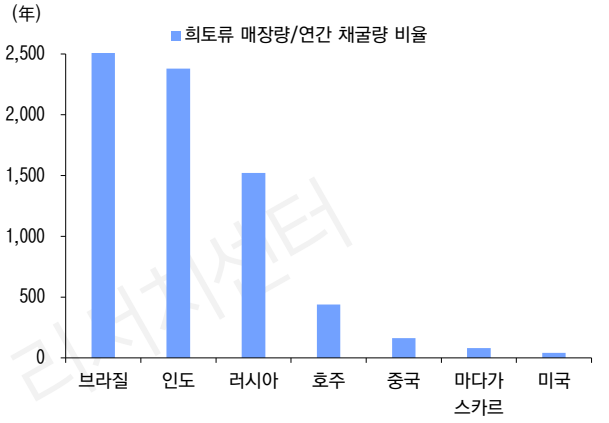
자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림33 **희토류 패권을 거머쥐고 있는 중국**



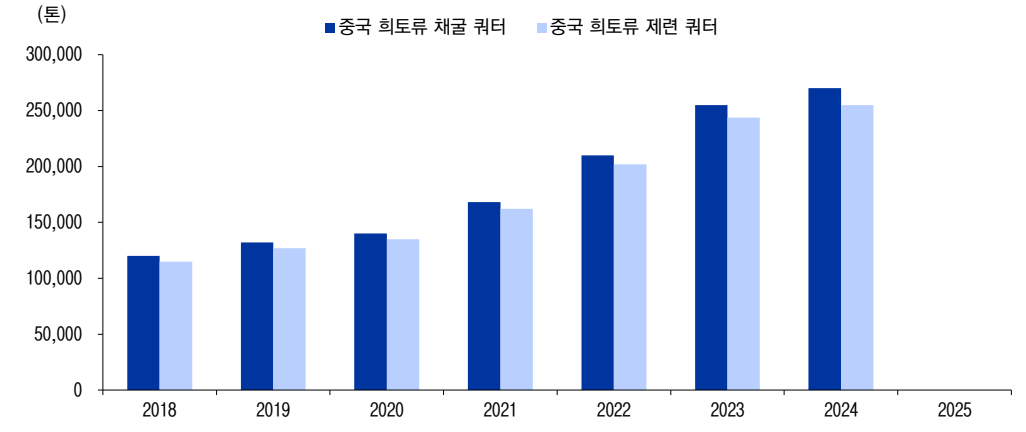
자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림34 **미국의 수명은 얼마 남지 않았다**



자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림35 **희토류 수급을 가늠할 수 있었던 채굴 쿼터로 발표 중단 선언**



자료: Wind, LS증권 리서치센터

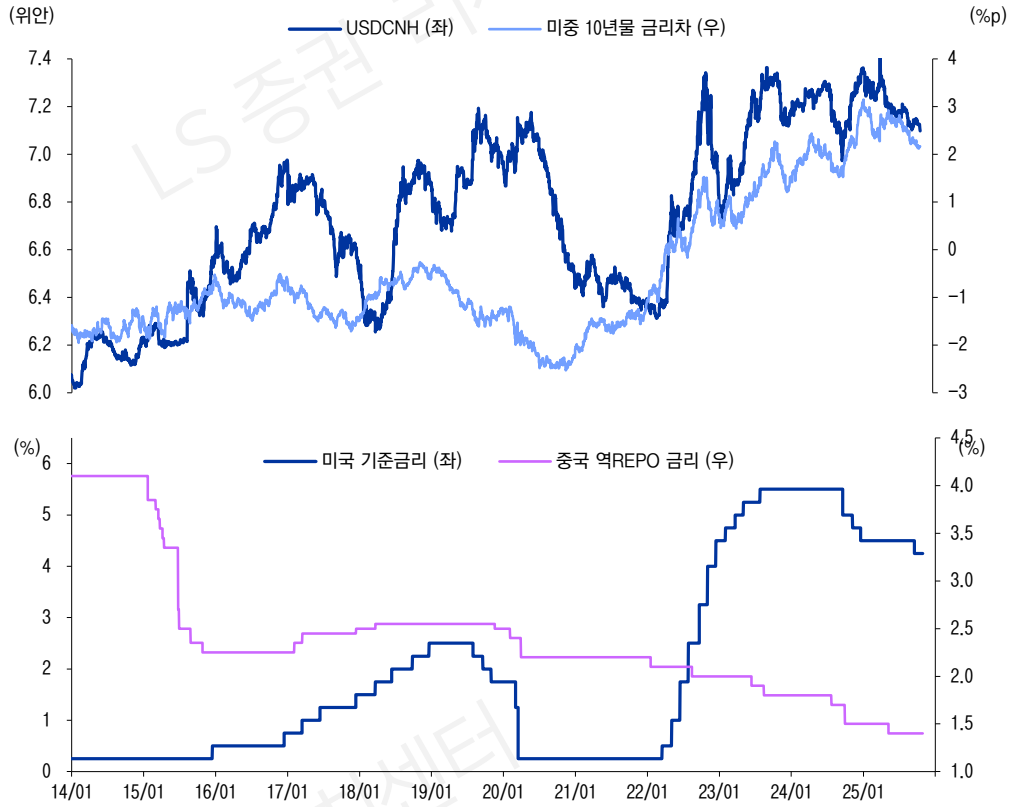
PBOC도 원하는 것은 Fed의 금리 인하

올해 미중 간의 신경전은 그 어느 때보다 날카로웠지만 결국 긍정적으로 마무리되는 패턴이 반복됐다. 특이했던 부분은 시진핑은 계속해서 강경한 입장을 고수했고 트럼프는 먼저 한 발짝 물러서는 분위기가 연출되었다. 시진핑은 트럼프의 TACO 심리를 역이용하고 있는 것으로 보인다.

그렇다고 중국이 온전히 유리한 상황이라 판단하기에도 제한적인 상황이다. 고율 관세로 인한 수출 감소가 물론 경제에 부정적이지만 사실 중국이 더욱 두려워하고 있는 것은 관세로 부과로 인해 미국의 소비자와 기업에게 인플레이션 부담이 전가될 경우 발생될 수 있는 Fed의 통화정책 운용 차질이다.

내년에도 중국의 경기는 추가적인 부양이 요구된다. 즉, 트럼프뿐만 아니라 PBOC도 Fed의 금리 인하를 원하고 있는 상황이다. 이러한 가운데, 현재 위안화 레벨을 감안하면 과거와 다르게 지금은 중국이 글로벌 통화정책과 역행할 수 있는 상황이 아니다. 위안화 약세를 용인하기에는 득보다 실이 더 클 수 있기 때문이다. 결국 Fed의 금리 인하 기대감이 후퇴할수록 PBOC도 금리 인하를 주저할 수 밖에 없으며, 이는 경기 부양 기대감과 유동성 확대로 상승세가 뒷받침되어온 중국 증시에 분명한 악재로 작용될 수 있다. 겉으로는 트럼프가 한발짝 뒤로 물러서는 것으로 보여지지만 중국의 상황도 녹록치 않다는 점에서 미중 관계가 최악의 상황으로 전개되는 것보다는 2026년에도 추가 합의 가능성이 높을 것으로 전망한다

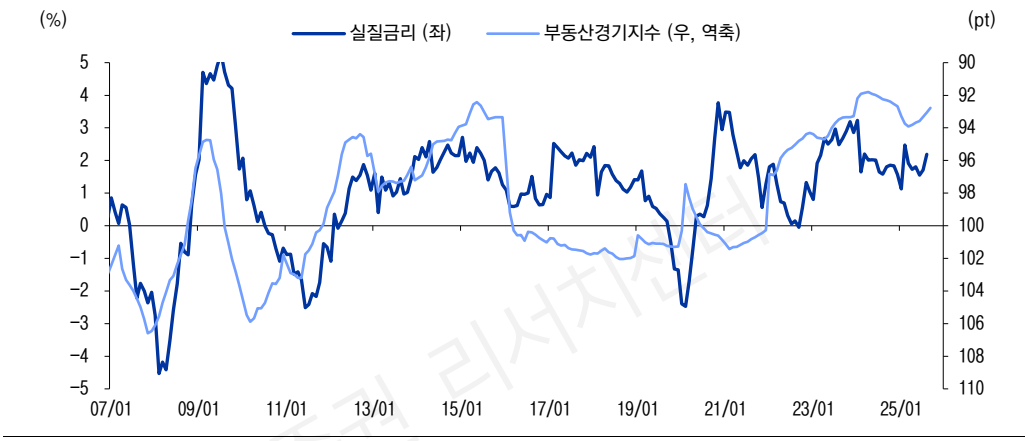
그림36 **금리를 내리기엔 환율이 부담스러운 상황**



자료: Wind, LS증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

그림37 PBOC 도 원하는 것은 Fed 의 금리 인하



자료: Wind, LS증권 리서치센터

표4 2025 년 10 월 30 일 미중 정상회담 주요 합의 내용

구분	주요 의제	합의 내용	미국 입장/요구	중국 입장/요구	이행 조건 및 비고
관세 문제	추가 관세 철회	**미국, 중국산 제품에 부과할 예정이던 100% 추가 관세 철회**	중국의 시장 개방 및 불공정 무역 관행 개선	미국의 관세 압박 해제	말레이시아 실무회담에서 사전 협의
	펜타닐 관련 관세 인하	**미국, 중국산 제품에 부과된 펜타닐 관련 관세를 10%p 인하 검토**	중국의 펜타닐 원료 수출 통제 강화	관세 부과 정당성 부정, 정치적 압박으로 간주	중국의 지속적 협조 조건부
자원, 공급망	희토류 수출 통제 유예	**중국, 12 월 1 일부터 시행 예정이던 희토류 수출 통제를 1 년 유예**	전략 자원 공급망 안정 확보	기술 자립 및 전략적 레버리지 확보	미국의 관세 철회와 맞교환 형식
	핵심 광물 협력	**전기차, 배터리용 리튬, 코발트 등 광물 공급망 협의 개시**	중국 의존도 완화 및 대체망 구축	중국 주도의 글로벌 광물 네트워크 강화	구체적 협력 방안은 향후 실무 협의
기술, 안보	AI 반도체 수출 허용	**미국, 엔비디아의 최신 '블랙웰(B200)' AI 칩 대중 수출 허용**	기술 견제 완화 대가로 경제적 이득 확보	첨단 AI 개발 위한 핵심 장비 확보	수출 허가 조건부, 군사용 전용 금지
	소프트웨어 제재 동결	**미국, AI 도구 및 설계 소프트웨어 대중 수출 제한 일시 동결**	기술 유출 방지와 실리 간 균형 모색	불공정 기술 제재 완화 요구	6 개월간 동결 후 재검토 예정
기업 문제	틱톡(TikTok) 매각	중국 측, 미국 사업부 매각에 잠정 승인	국가 안보 우려 해소를 위한 완전 매각	자국 기업 보호 및 데이터 주권 주장	미국 의회 승인 및 세부 매각 구조 확정 필요
농산물	미국산 대두 수입재개	중국, 약 180 만 톤 규모 미국산 대두 구매 발표	농업 수출 확대 및 농민 지지층 확보	미국 내 보호무역주의 완화 유도	지속적 구매는 향후 협상과 연계
해운	입항 수수료 인하	미중 상호 부과하던 외국 선박 입항 수수료 인하 합의	미국 선박의 중국 항구 접근성 확보	중국 선박의 미국 항구 진입 용이성 확보	상호주의 원칙에 따라 동시 시행
외교 로드맵	정상 간 왕래 재개	트럼프, 2026 년 상반기 중국 방문/ 시진핑, 2026 년 하반기 G20 계기 미국 방문 검토	고위급 대화 채널 정상화	외교적 고립 타파 및 국제적 위상 강화	구체 일정은 추후 협의 예정
지정학	대만 문제	시진핑, 트럼프에 '하나의 중국' 원칙 재확인 및 '대만 독립 반대' 요구	대만에 대한 무기 지원 지속 검토	미국의 대만 개입 억제	트럼프, "논의 여부 모르겠다"며 신중한 입장 유지

자료: 중국경제금융연구소, LS증권 리서치센터

결론적으로 2026년에도 부동산 부문은 조정 국면이 이어지면서 단기 노이즈를 유발하겠지만 성장 패러다임의 질적 전환을 뒷받침할 기반이 마련될 것으로 예상된다. 수요 측면에서는 서비스 소비 비중이 상승하고, 공급 및 투자 측면에서는 부동산 투자 중심에서 첨단기술 중심으로 무게중심이 이동하는 과도기가 진행될 것으로 판단한다.

Part II

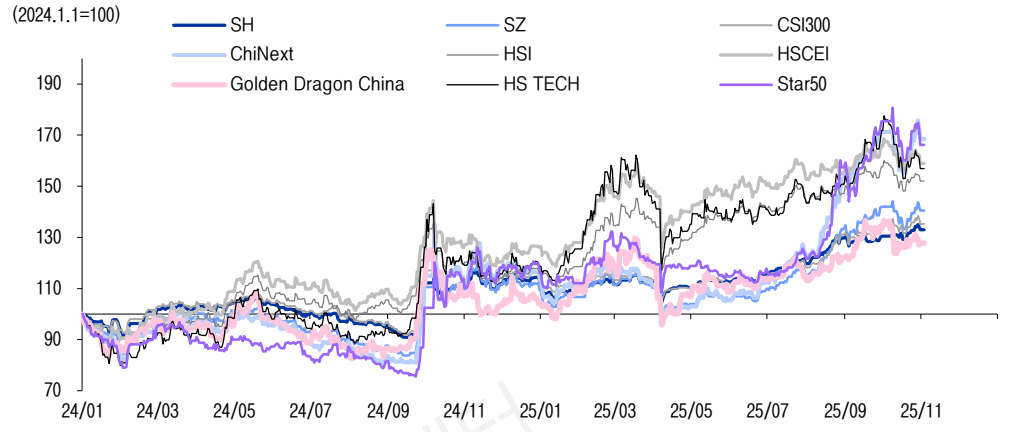
중국 증시 전망

2026년 중국 증시: 이어질 유동성과 정책 기대감

올해 중국 상하이종합지수도 심리적 저항선인 4,000pt(10/29 기준)를 돌파하면서 강세 흐름을 이어나가고 있다. 기술주 중심인 ChiNext 지수는 연초 이후 수익률 기준으로 글로벌 증시 벤치마크인 MSCI ACWI Index를 압도하고 있다. 시장 기대보다 경기가 부진해도 1) 글로벌 유동성 확장, 2)AI 투자 사이클, 3)정책 및 이익 회복 기대감이 강세장으로 이끌었다.

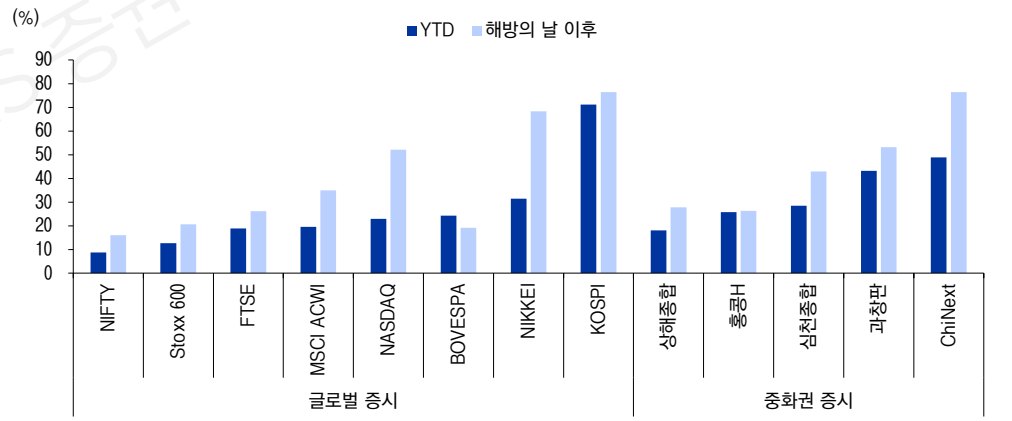
중국 증시는 딥-밸류 구간에서 벗어나서 리레이팅의 조건은 까다로워졌다. 그러나 2026년에도 지속될 AI 투자 사이클과 글로벌 유동성 확장을 바탕으로 강세장을 이어나갈 것으로 전망한다. 특히, 유동성 확장이 중국 증시의 강세장의 핵심 축이 될 것이며, 1)후행적으로 반영될 유동성 효과, 2)지속될 정책 및 이익 개선 기대감, 3)주요국 증시 대비해서는 여전히 할인되어 있다는 점이 증시 상승을 뒷받침할 것으로 판단한다.

그림38 **중화권 증시 수익률**



자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림39 **주요국 증시 수익률**



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

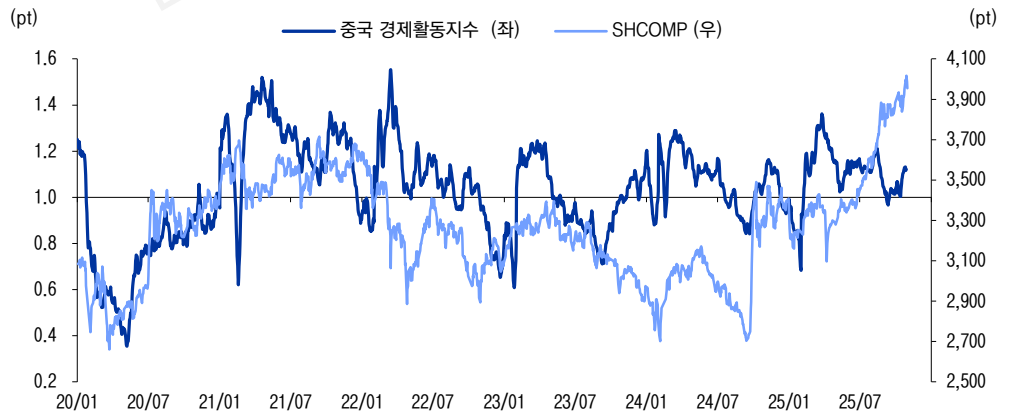
1. 효율적으로 변한 중국 증시?

주가와 경기의 괴리가 확대되기 시작

팬데믹 이후 중국 증시의 주요 동인은 경기였다. 대부분 주가가 오르면 경기 회복 기대감 때문이었고, 주가가 빠지면 경기 침체 우려 때문이었다. 실제로 상하이종합지수와 중국 경제활동지수는 높은 상관성을 보여준다. 중국의 증시는 경기에 민감하다는 것을 시사한다.

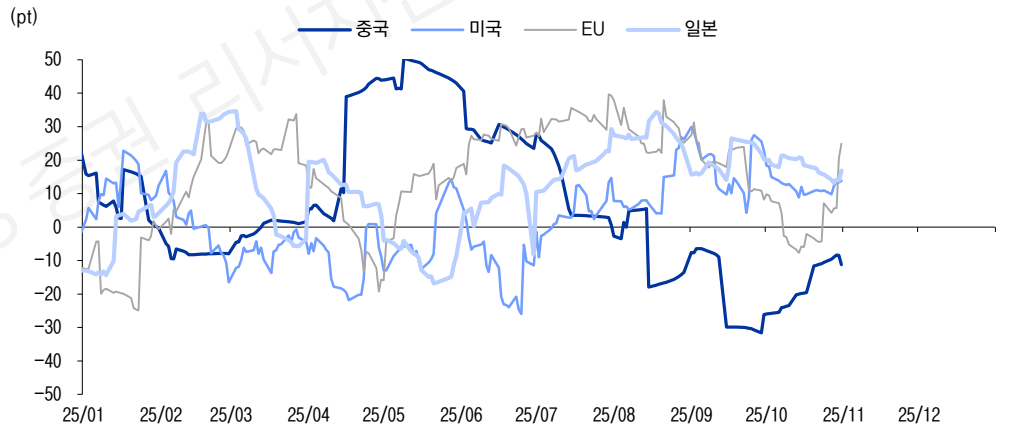
다만, 두 지표가 하반기부터 디커플링 현상이 강하게 나타나기 시작했다. 미국을 비롯한 주요국 증시처럼 중국 증시에도 경기는 불안하지만 주가는 오르는 현상이 나타났다. 부동산발 위기로 경기 둔화 우려가 강하게 반영되었던 중국 증시는 오랜 기간 글로벌 증시(MSCI ACWI Index)와 디커플링되어왔지만 이제는 동조화되기 시작했다. 이는 중국 증시를 둘러싼 디스카운트 요인이 해소된 것으로 볼 수 있으며, 증시도 효율적으로 변하고 있는 것을 의미를 내포하고 있는 것으로 판단한다.

그림40 **그 동안 경기에 민감히 움직였던 중국 증시. 이제는 경기와 디커플링**



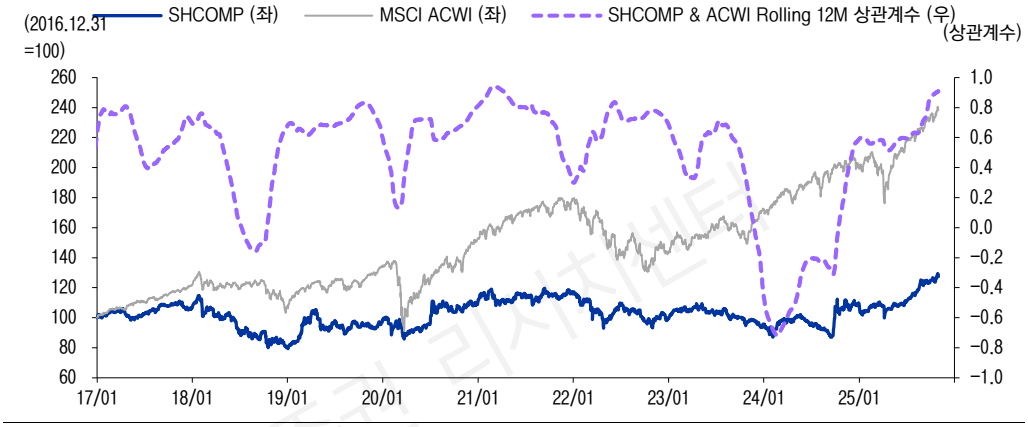
자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림41 **경제 서프라이즈 지수, 하반기 경기는 상반기보다 부진했다**



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림42 **글로벌 증시와 동조화되기 시작한 중국 증시**



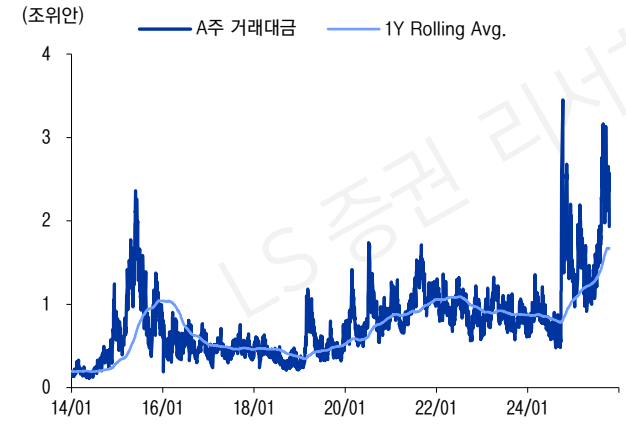
자료: Wind, LS증권 리서치센터

투자 심리, 그래도 개선됐다

중국 실물경기는 여전히 기복을 보이며 불안정한 국면이 이어지고 있지만 자본시장에서는 심리가 완만한 회복세로 돌아서는 조짐이 관찰된다. 가장 먼저 눈에 띄는 변화는 거래대금의 레벨 업그레이드다. 거래대금이 후강통 버블 시기보다 높은 수준에 유지 중에 있으며, 본토 자금의 홍콩 증시에 대한 유입 규모도 역대 최고치를 경신하고 있다.

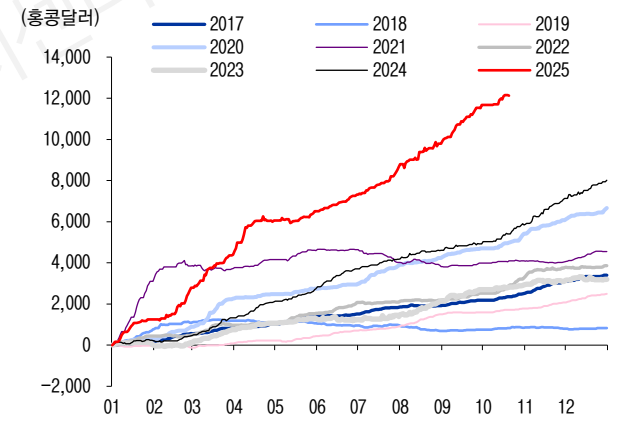
상반기까지만 하더라도 중국 증시는 배당 안정성과 방어주 성격이 강한 은행주 중심인 불편한 상승이었다. 다만, 그 이후로는 은행주의 랠리가 중단되면서 방어주에서 성장주로 주도권이 이동하는 모습을 나타냈다. 경기 둔화와 미중 갈등에도 투자 심리는 훼손되지 않았으며, 오히려 투자자들의 리스크 온 심리가 확대된 것으로 판단된다.

그림43 **후강통 버블 시기보다 높은 거래대금**



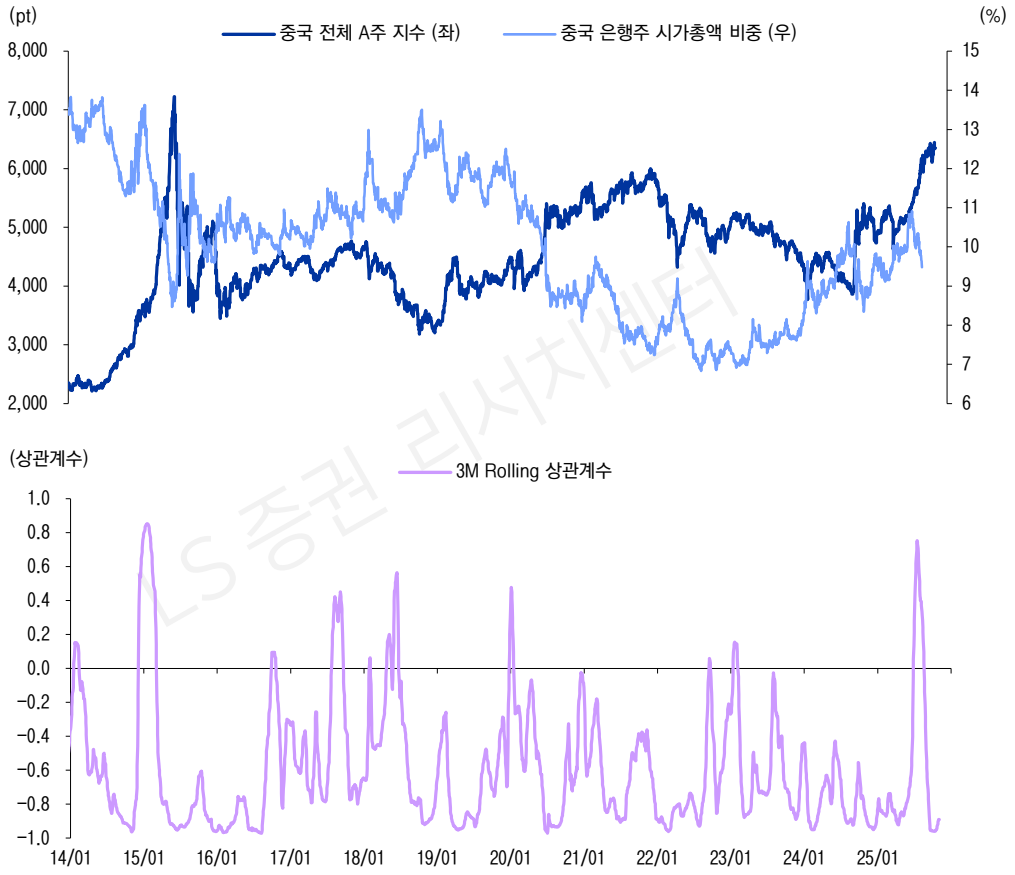
자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림44 **강구퉁(본토 → 홍콩) 유입 규모는 역대 최고**



자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림45 **상반기는 은행주가 주도한 불편한 상승세였더라면, 하반기는 긍정적인 순환매 확인**



자료: Wind LS증권 리서치센터

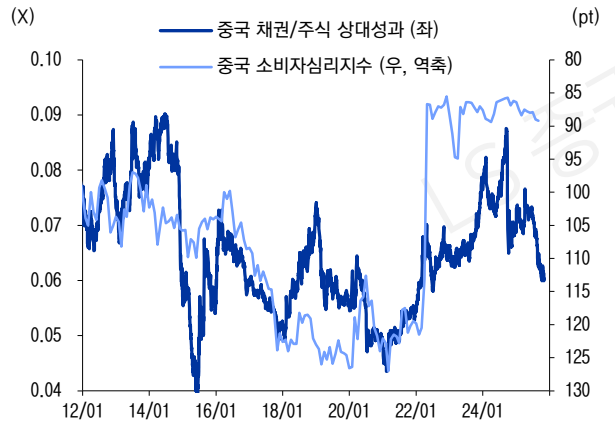
구조적 강세로 전환될 수 있을까?

일각에서는 은행에 쌓인 유휴자금이 실물경제 및 금융시장에 유입되면 중국 증시가 크게 리레이팅될 수 있다고 주장하고 있다. 이는 반은 맞고 반은 틀린 주장이라 판단한다. 우선 중국 증시는 개인 투자자 비중이 과반 이상을 차지하고 외국인 비중은 약 3%인 구조이다. 결국 중국 개인들의 심리가 핵심이며 심리 회복 시 증시의 상승 탄력이 클 수 있다.

다만, 증시가 구조적 상승으로 연결이 되려면 심리도 일시적 개선이 아닌 구조적 개선이 선행되어야 한다. 비슷한 맥락에서 1990년대 일본의 사례가 시사점을 준다. 일본의 1990년대는 지금의 중국처럼 저금리 환경을 유지했다. 일본 증시는 1990년 이후 구조적 약세장이 장기간 지속되었지만, 그 과정 속에서 1992~1993년, 1995~1996년, 1998~2000년에는 40%가 넘는 상승세를 보이며 1년 이상 지속된 강세장도 경험했다. 그럼에도 불구하고 금융자산에서 주식이 차지하는 비중은 늘지 않았고 오히려 줄어든 것으로 확인되었다. 이유는 소득에 대한 불확실성이 근본적으로 해소되지 않았기 때문이다.

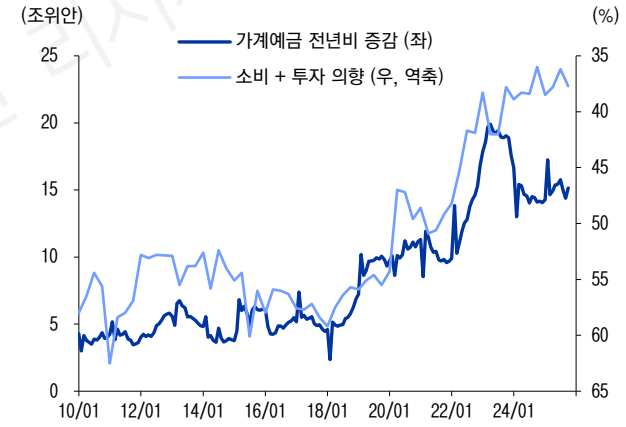
결국 1990년대 일본처럼 '금리↓ + 주가↑'의 조합만으로는 가계의 위험자산 비중 제고를 기대하기에는 제한적이다. 위험자산 선호가 구조적으로 지속되려면 '고용 및 임금의 선행 개선 → 소비심리 회복 → 기업 이익 개선'이 동반되어야 한다. 현재 중국은 1990년대 일본 상황처럼 주택 시장이 침체되어 있으며, 고용 상황과 소득 모두 부진하다. 결국 시중 유동성이 증시로 유입되어 단기 랠리는 만들 수 있어도 구조적 리레이팅은 결국 가계소득 및 고용과 기업의 수익성 개선이 함께 확인되어야 한다.

그림46 안전 자산보다는 위험 자산을 선호하는 분위기 지속



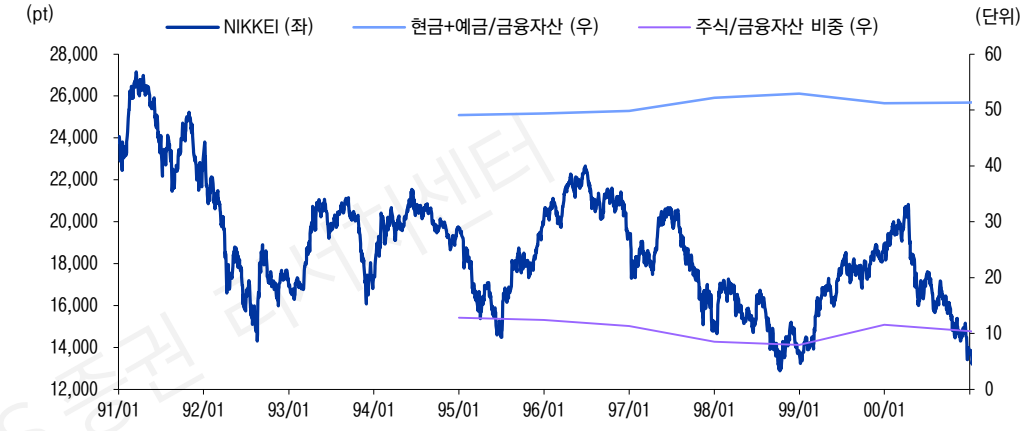
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림47 유동성이 풀려도 심리가 회복되지 않는다면?



자료: 인민은행, LS증권 리서치센터

그림48 1990 년대 일본의 사례가 주는 시사점.

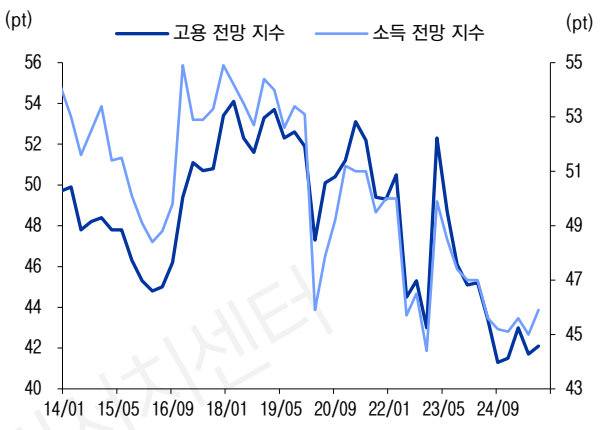


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림49 일본 심리 지표

자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림50 중국 심리 지표



자료: Wind, LS증권 리서치센터

그나마 긍정적인 부분은 중국 정부가 위축된 심리를 인지하고 있는 것으로 보인다. 4중전회 회의록의 키워드를 살펴보면 과거 대비 소비, 취업에 대한 언급 빈도수가 많아진 것을 확인 가능하다. 중국 정부의 최대 싱크탱크인 사회과학원은 2025년 3분기 중국 거시경제 및 금융 분석 보고서를 통해 1)이구환신의 효과가 약화되었으며, 2)디플레이션 국면이 장기화되고 있음을 지적했고, 3)특히, 부동산 시장의 부진이 소비자 심리를 저하시켰다고 지적했다. 결국 2026년에도 심리를 회복시킬만한 정책들이 총동원될 것으로 보인다.

표5 20기 4중전회 및 과거 전체회의 키워드 언급 빈도 비교

키워드	20기 4중전회 (2025년 15.5규획 중심)	19기 5중전회(2020년 14.5규획 및 2035년 장기 목표 중심)	20기 3중전회 (2024년 전면 개혁 심화 중심)
발전	58	72	42
안전	15	22	16
과학기술	10	10	4
산업	9	12	2
개혁	8	17	53
민생	8	10	6
리스크	5	5	4
개방	4	11	12
소비	4	1	0
투쟁	4	1	2
취업	4	3	1
공동부유	3	2	0
내수	1	4	1
부동산	1	0	1
채무	1	0	1
경제건설 중심	1	0	0
공급	0	3	1

자료: 언론보도종합, LS증권 리서치센터

2. 정책은 거들 뿐. 2026년에도 유동성이 함께한다

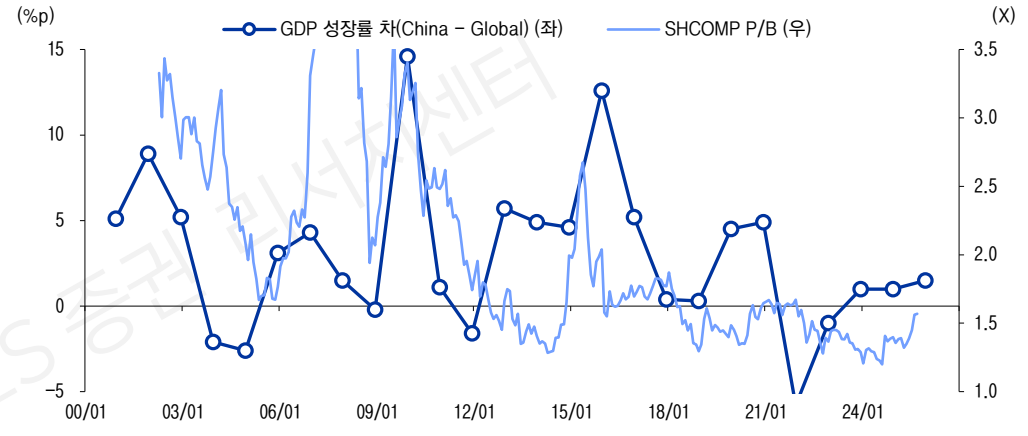
중국 증시의 주요 동인은 무엇일까

중국의 경제는 불안해도 성장률은 글로벌 경제 성장률을 상회하고 있다. 다만, 절대적인 레벨은 높으나 과거처럼 프리미엄을 받을 만큼의 격차나 질적 우위는 약해진 부분을 감안해야 한다. 올해 5% 성장을 기록하고 내년 양회에서 5% 성장을 제시한다고 가정하더라도 부동산 침체 압력 및 미중 무역 불확실성으로 인해 과거와 같은 증시 밸류에이션 프리미엄을 정당화하기는 어렵다는 판단이다.

반내권 정책과 15차 5개년 계획과 같은 정책 모멘텀은 물론 긍정적이다. 해당 정책들의 구조적으로 이익 개선으로 이끌겠지만 중장기적 성격이 강하여 주가에 지속적인 모멘텀으로 작용되기는 제한적이다. 오히려 중장기적 정책보다는 단기적인 정책 기대감이 증시에 즉각적으로 반영되는데, 부동산 경기 둔화에 따른 토지사용권 매각 수입이 장기화로 인하여 지방정부의 재정 여력 개선을 여전히 기대하기 어려운 상황이다

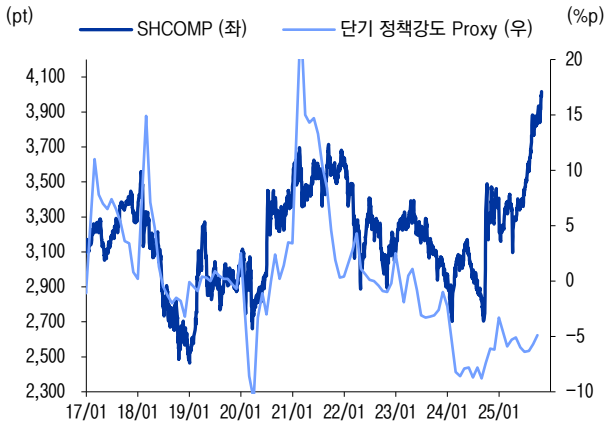
그럼에도 불구하고 2026년 중국 증시를 낙관해 볼 수 있는 이유는 바로 유동성이다. 상하이종합지수와 1)단기 정책 Proxy(지방정부 재정지출 증가율 – 중앙정부 재정지출 증가율), 2)경기상황 Proxy(중국경제활동지수), 3)거래성 유동성 Proxy(M1 증가율) 추이를 비교해 보면, 유동성이 증시에 민감하다는 것을 알 수 있다. M1 기준 화폐유통속도를 보면 M2 기준과 달리 회복되는 모습이 확인되었다. 현금과 같은 거래성 유동성이 시장에서 빠르게 회전되고 있다는 의미이다. 내년에도 유동성이 풍부하다면 소비자들의 위험 자산 선호 심리는 강화될 수 있다.

그림51 **성장률은 높지만 프리미엄을 받을 레벨인지는 의문**



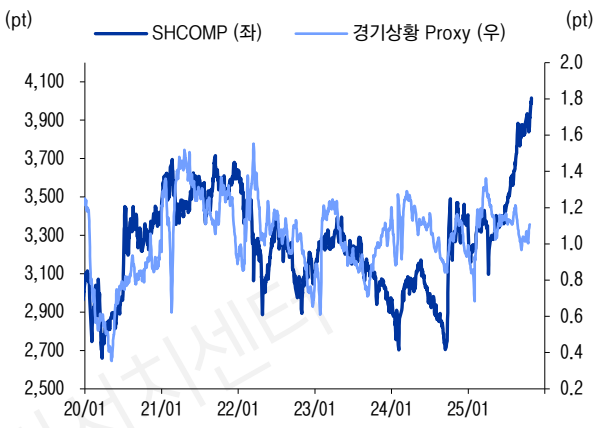
자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림52 중국 증시의 동인은 단기 정책 강도도 맞고



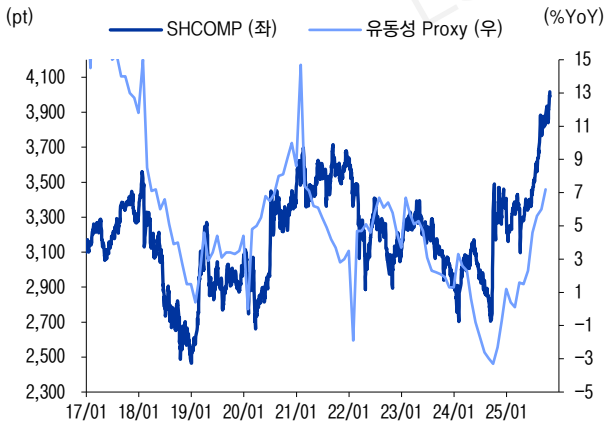
자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림53 경기 펀더멘털도 맞지만



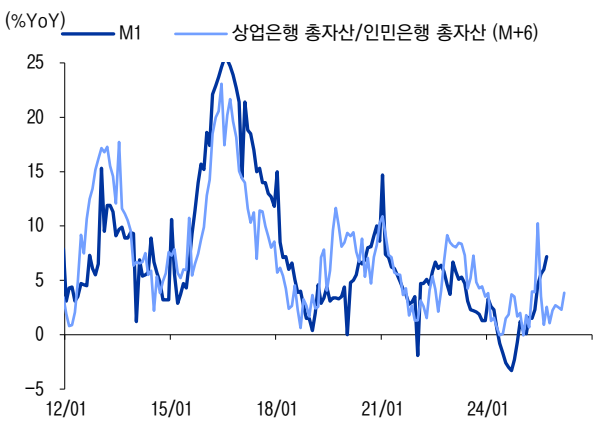
자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림54 핵심은 유동성



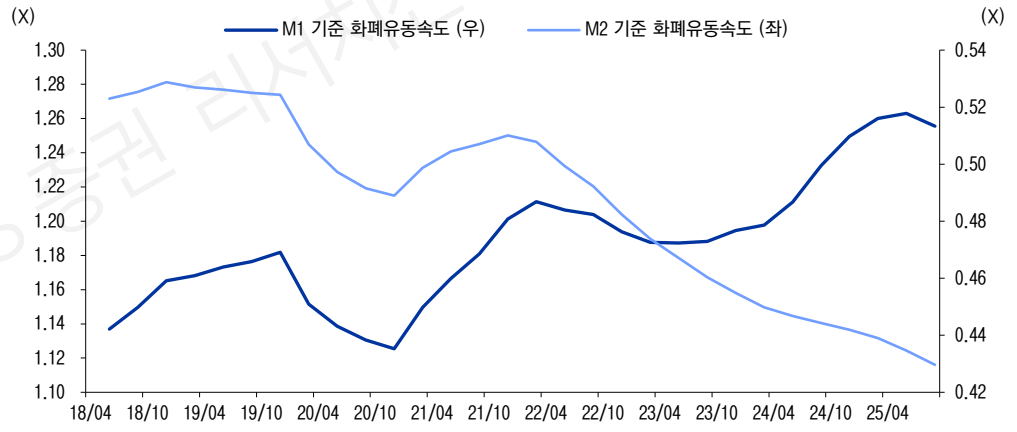
자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림55 중국 유동성 선행지표



자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림56 중국의 화폐유통속도. 거래성 유동성의 유통 속도가 가속되고 있는 상황



자료: 인민은행, LS증권 리서치센터

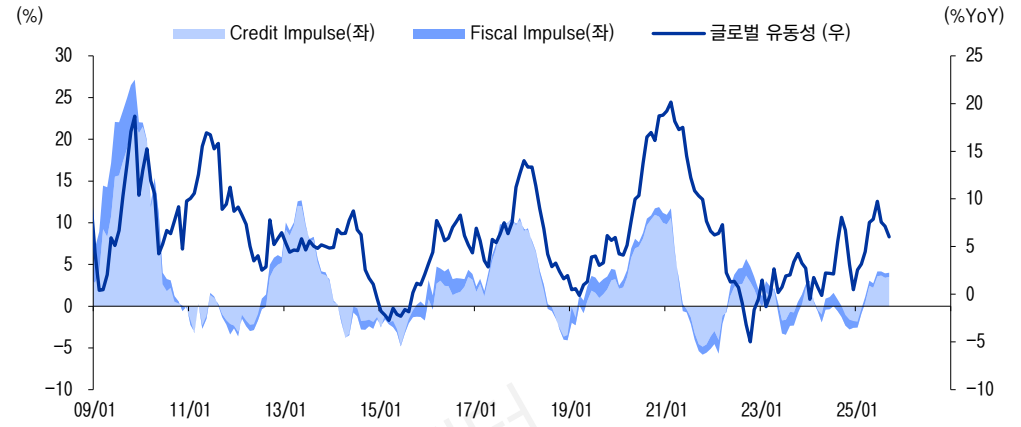
경기에도 반영될 유동성 효과

주목할 부분은 유동성의 효과는 후행적으로 반영된다는 것이다. 실제로 경제 규모 대비 통화정책 및 통화정책 강도를 나타내는 Credit Impulse와 Fiscal Impulse가 약 3개 분기 정도 제조업 PMI를 선행하는 경향이 있다. 즉, 올해 공급된 유동성은 내년 실물 지표에 시차를 두고 반영될 전망이다.

내년에도 유동성을 투입해야 할 필요성이 높다는 부분도 기대 요인이다. 부동산 경기 침체라는 구조적 문제 속에서 내년에도 5% 성장을 유지하려면 최소 올해 이상의 유동성이 풀려야 한다. 결국 2026년은 추가 유동성 공급 기대감과 2025년의 유동성 효과에 따른 경기 회복 기대감이 맞물릴 수 있다.

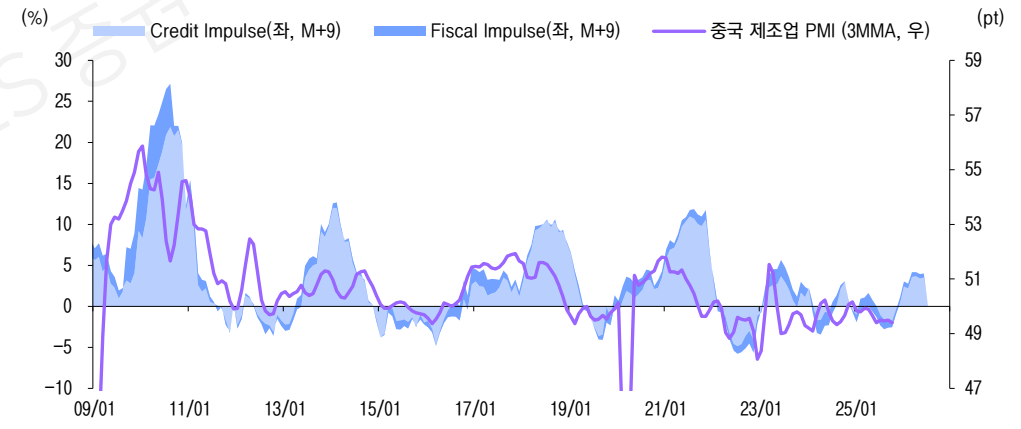
중국 정부 최대 싱크탱크인 사회과학원은 Fed의 금리 인하 사이클에 맞게 금리 및 지급준비율 인하를 최대한 활용할 것을 제안하고 있다. 이는 중국 정부가 유동성을 추가로 공급할 것으로 예상되는 부분이다.

그림57 **중국 Credit + Fiscal Impulse 및 글로벌 유동성**



자료: 인민은행, 중국 통계국, LS증권 리서치센터

그림58 **유동성 효과 내년에 반영될 예정**



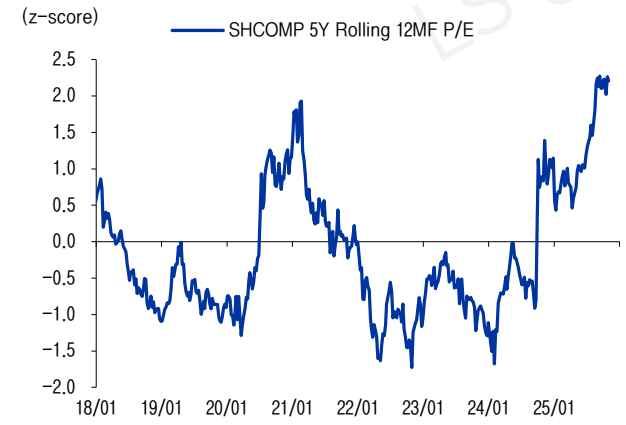
자료: 인민은행, 중국 통계국, LS증권 리서치센터

3. 중국 증시, 이제는 저렴하지는 않지만...

불과 1년 전만 하더라도 경기 불안에도 불구 중국 증시를 매력적으로 평가할 수 있었던 이유는 딥-밸류 구간이었기 때문이다. 반면 현재 밸류는 단기적으로는 부담을 느낄 수 있는 레벨에 도달했다. 특히, AH 프리미엄 지수를 감안하면 본토 증시 대비 홍콩 증시는 더욱 부담을 느낄 수 있는 레벨로 간주된다.

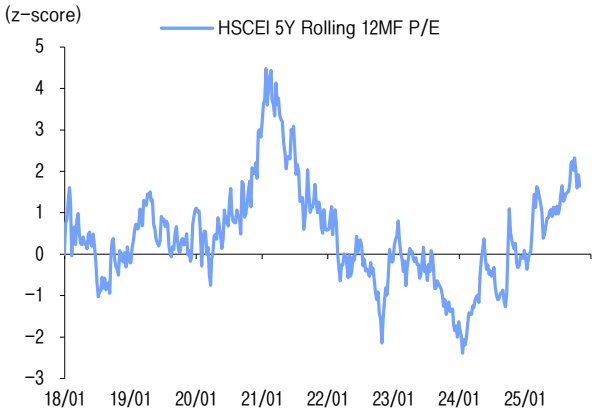
다만, 리스크 지표인 CDS 스프레드는 미중 무역 불확실성을 극복하고 하향 안정화되고 있다. A주 시가총액 대비 유동성 지표를 살펴보면 버블이라고 진단하기엔 제한적이며 풀린 유동성 대비 증시 레벨은 과거만큼 높지 않음을 시사한다. 중국 증시의 대체 투자처로 자리매김했던 인도의 부진도 중국에 대해 다시금 프리미엄을 부과할 수 있는 부분이다. 출발점은 높아졌지만 2026년에도 이어질 유동성 확장 지속에 따른 멀티플 확장과 반내권 정책에 따른 기업 이익 개선이 맞물리면 리레이팅 가능성은 충분한 것으로 판단한다

그림59 이제는 딥-밸류 구간이 아닌 중국 증시



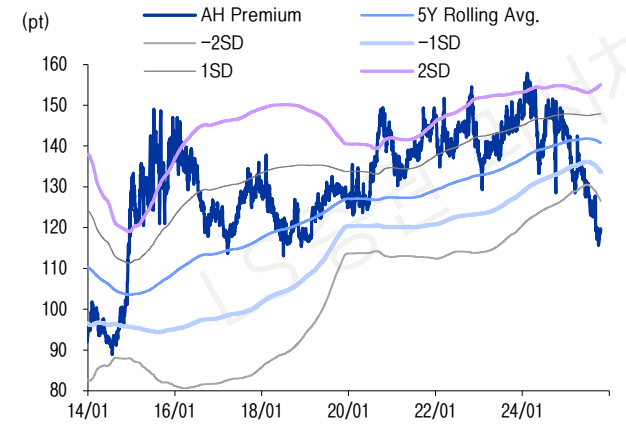
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림60 홍콩 증시도 마찬가지



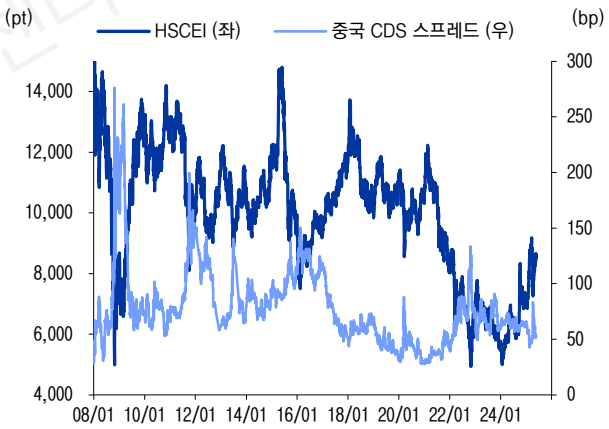
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림61 AH 프리미엄 지수



자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림62 무역 불확실성을 극복하고 리스크 지표는 안정화

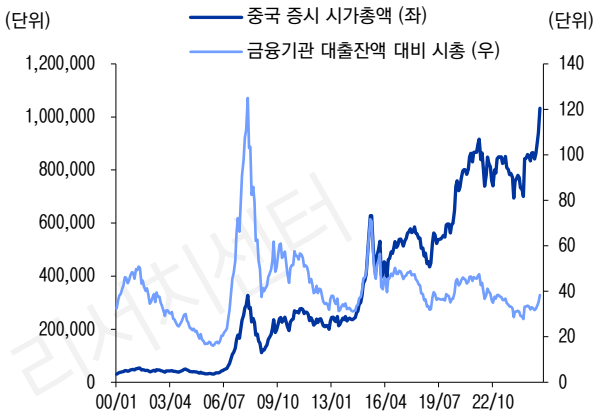


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림63 풀린 유동성 대비 증시 레벨은 낮음

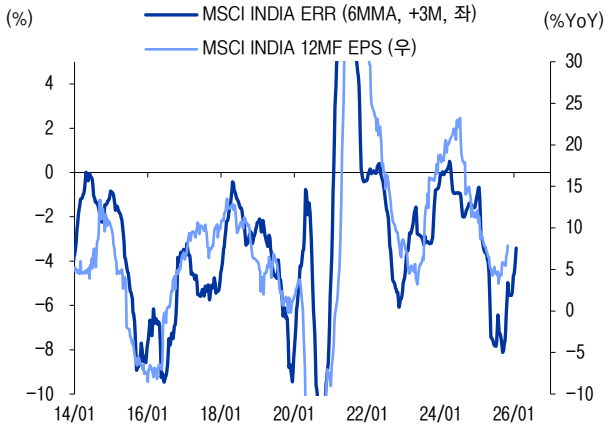
자료: 인민은행, LS증권 리서치센터

그림64 아직은 버블이라고 보기 제한적인 레벨



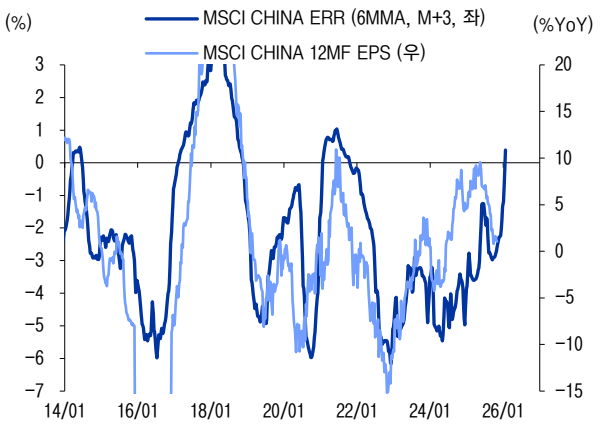
자료: 인민은행, LS증권 리서치센터

그림65 대체 투자처의 부진은



자료: LSEG, LS증권 리서치센터

그림66 중국 증시에 프리미엄을 다시금 부과할 수 있는 부분



자료: LSEG, LS증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

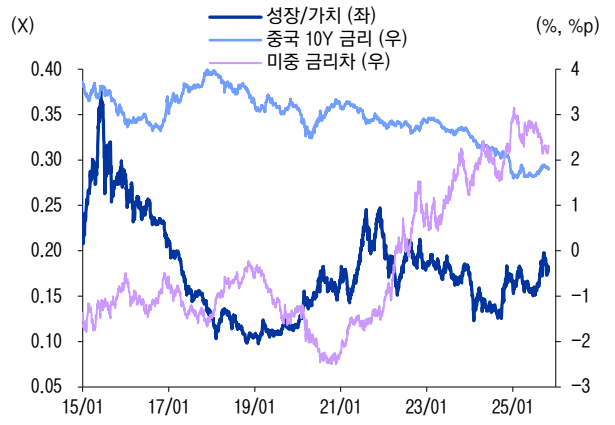
3. 2026년에도 기술주 우위 전망

상해종합지수보다는 심천/ChiNext/Star50 아웃퍼폼 전망

2026년에도 중국 증시에서는 성장주가 우위를 점할 것으로 전망한다. 1)글로벌 AI 투자 트렌드 속, 첨단 기술 경쟁력을 제고시킬 정부의 AI 중심의 5개년 계획 출범, 2)2026년에도 확장될 유동성과 양호해질 자금조달 환경, 3)미중 갈등은 불확실성 요인이지만 시장을 흔드는 급격한 악화보다는 합의 가능성이 더 높다는 점에서 정책 및 유동성의 변수가 실적과 밸류에이션에 더 큰 영향을 주는 국면이 이어질 공산이 크다.

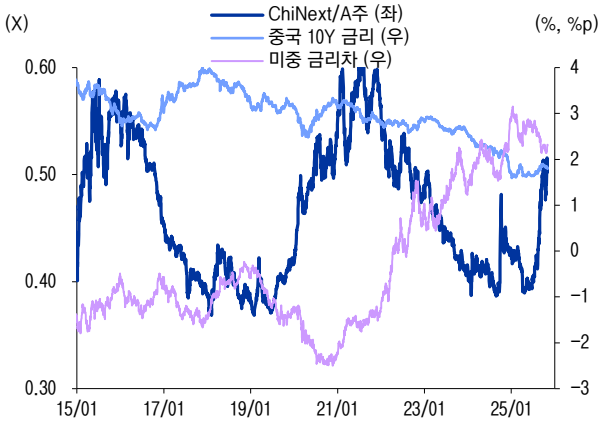
현재 중국 본토 증시의 12MF EPS 증가율은 플러스로 전환되었다. 특히, 성장주 중심의 선전지수의 EPS 증가율이 가장 높게 형성되어 있는 상황이다. 2026년에도 완화적인 유동성 환경이 유지될 가능성이 높으며, 반내권 정책에 다른 수급 밸런스 정상화 기대 및 가격 경쟁 심화가 점진적으로 완화되면서 기업 이익 체력이 개선될 전망이다. 결론적으로 2026년은 멀티플 확장과 EPS 상향 조정도 기대해볼 수 있는 국면으로 판단된다.

그림67 성장/가치 vs. 금리



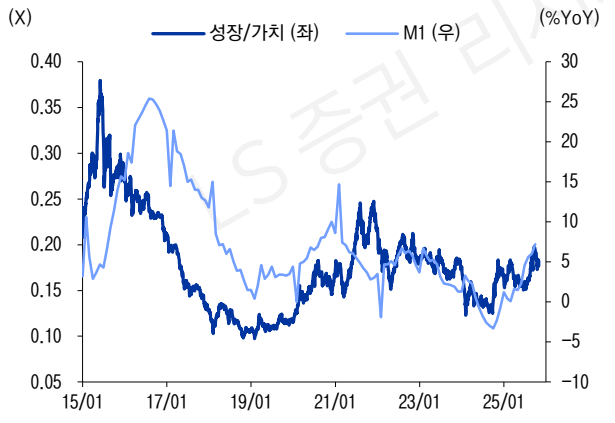
자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림68 ChiNext/A 주 vs. 금리



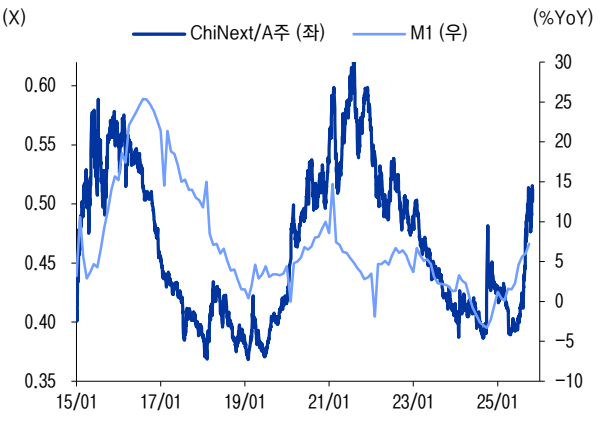
자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림69 성장/가치 vs. 유동성



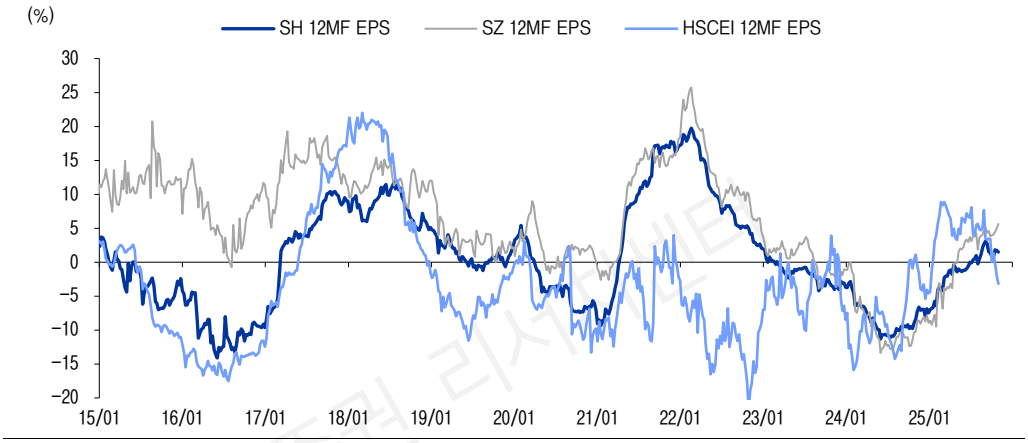
자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림70 성장/가치 vs. 유동성



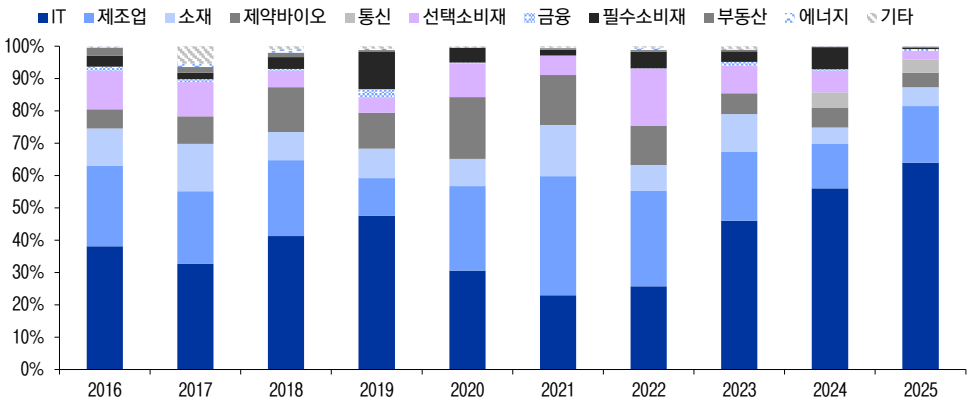
자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림71 중화권 증시 12MF EPS 증가율



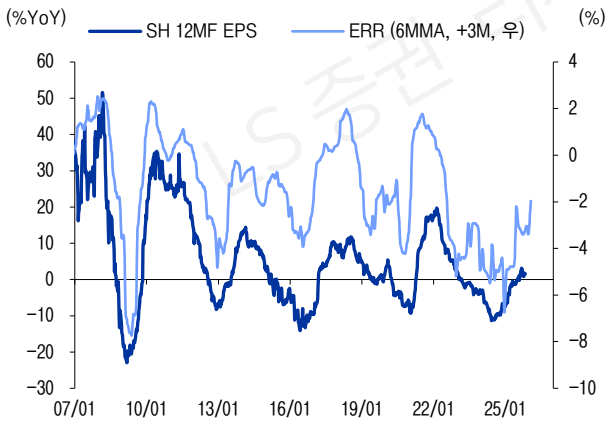
자료: LSEG, LS증권 리서치센터

그림72 중국 성장주 지수 업종별 가중치 변화



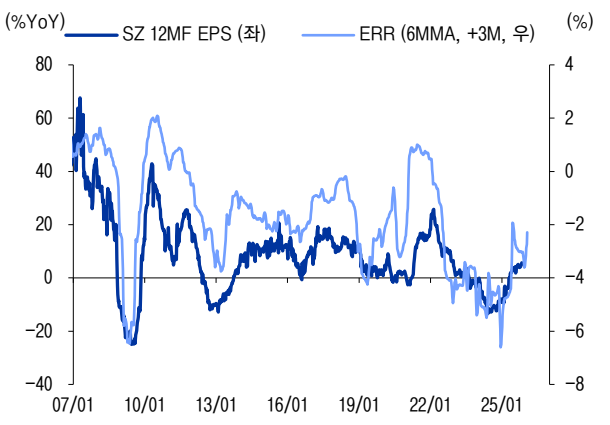
자료: LSEG, LS증권 리서치센터

그림73 상해종합지수 12MF EPS 및 이익수정비율



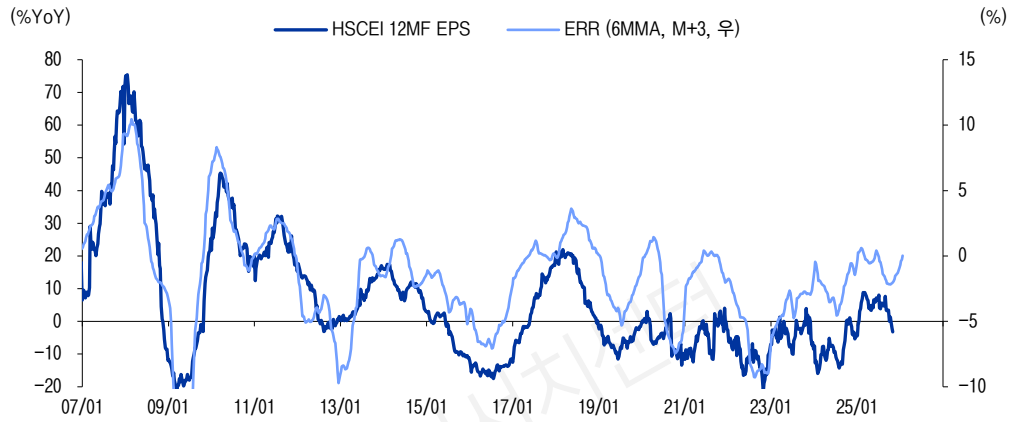
자료: LSEG, LS증권 리서치센터

그림74 심천지수 12MF EPS 및 이익수정비율



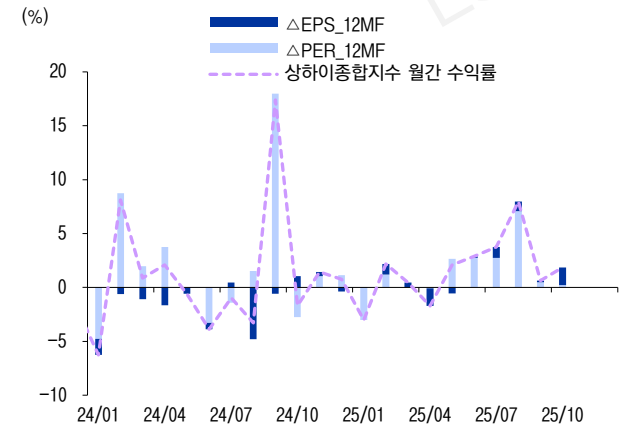
자료: LSEG, LS증권 리서치센터

그림75 홍콩 H 지수 12MF EPS 및 이익수정비율



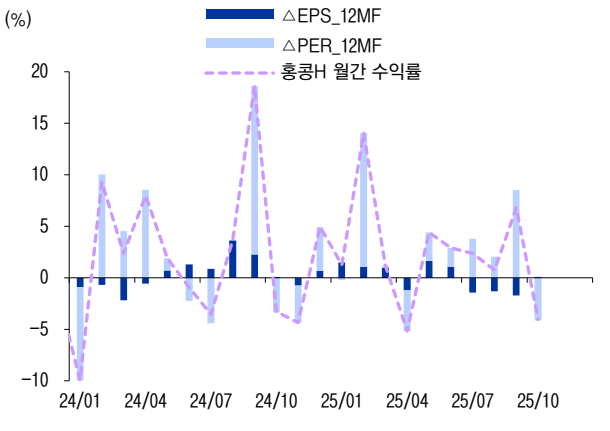
자료: LSEG, LS증권 리서치센터

그림76 2026 년은 유동성 확장에 따른 멀티플 확대와



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림77 반내권 정책에 따른 이익 개선 기대감 유효



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 백관열).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.