

Bottom out

- Part I 2025년 중국 경제 전망: 불가피한 저성장. 부양보단 안정화에 초점
- Part II 2025년 중국 증시 전망: 중국 증시도 결국 이익의 함수다
- Part III 중국 및 한국 업종 영향: 조건의 교집합



중국

Analyst 백관열

kyb1006@ls-sec.co.kr



ETF/Quant

Analyst 하장권

research.ha@ls-sec.co.kr

LS증권 백관열, 하장권입니다.

2024년에도 중국 시장은 기대감과 실망감이 공존했던 한 해였습니다. 그래도 중국 정부의 지속적인 개입으로 부동산을 비롯한 전반적인 경기는 **Bottom out**한 것으로 판단됩니다. 다만, 높은 부채 레벨 속 공급과잉이라는 구조적인 문제가 유의미하게 해소되지 않았고, 특히, 2025년에는 트럼프의 귀환이라는 변수가 발생하여 셈법이 더 복잡해졌습니다.

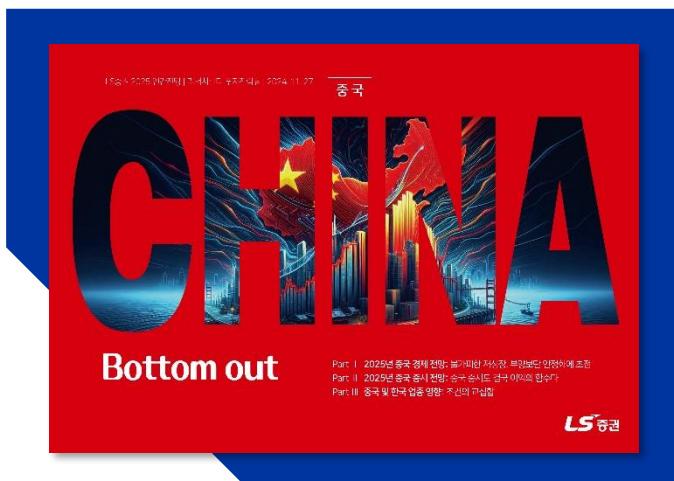
Part I 에서는 2025년 중국 경제 방향성을 분석했습니다. 트럼프의 귀환으로 2024년 중국 경기의 버팀목이었던 순수출의 기여도가 퇴장할 가능성이 높아졌습니다. 그렇기에 중국 입장에서는 상반기가 정책 강화 시점일 것으로 판단되며, 이에 따라 **경기는 상고하저 경로가 예상됩니다**. 투자의 경우에도 지금의 부동산 정책 방향성과 지방정부의 악성부채로 인하여 경제 성장에 대한 기여도가 기대 이하일 것으로 판단됩니다. 그 어느때보다 소비가 중요해질 것으로 보이지만 여전한 구조적인 문제로 인하여 경기를 견인한다기보다는 경기 하강을 최소화하는 정도에 그칠 것으로 보여집니다.

Part II 에서는 2025년 중국 증시 방향성을 점검했습니다. **본토보다는 홍콩 증시의 Outperform을 예상합니다**. 중국 증시가 비효율적인 시장으로 보이지만 **결국 중국 증시도 이익의 합수입니다**. 본토 증시의 경우에는 이익 증가율 Bottom out 경로가 이어질 것으로 예상되지만 그 정도는 제한적일 것으로 예상되어 상단은 막혀있을 것으로 판단됩니다. 홍콩 증시는 본토 대비 상대적으로 양호한 밸류 메리트와 이익 경로에 힘 입어 업사이드 여력은 본토 대비 높을 것으로 판단합니다. 트럼프라는 변수가 있으나 현재 밸류 레벨은 정책 불확실성에 민감도가 다소 떨어지는 구간입니다. 더불어 홍콩 증시는 이익 관점에서 시장의 효율성이 결여된 증시로 판단하며, 향후 효율적 시장으로 변모하며 현재 밸류에서는 본토 대비 보다 탄력적인 상승을 보일 것으로 예상합니다.

Part III 에서는 기대되는 중국 업종과 중국 증시가 한국 업종에 미치는 영향을 분석을 했습니다. 중국 증시에서는 이익 증가율 개선을 보이고 수출 증가율 둔화에 둔감한 업종인 기계설비, 증권보험, 은행, 농림어업 업종을 제시합니다. 반면, 중국 증시 반등에 보다 탄력적으로 반응할 한국 업종으로는 중국향 수출 비중과 중국 증시와의 연동성이 공통적으로 큰 운송, 소프트웨어 업종을 제시합니다.

감사합니다.

Contents



LS증권 2025 연간전망: 중국 | Bottom out

- Part I 04 2025년 중국 경제 전망
불가피한 저성장. 부양보단 안정화에 초점
- Part II 28 2025년 중국 증시 전망
중국 증시도 결국 이익의 함수다
- Part III 69 중국 및 한국 업종 영향
조건의 교집합

Part I

2025년 중국 경제 전망

불가피한 저성장. 부양보단 안정화에 초점

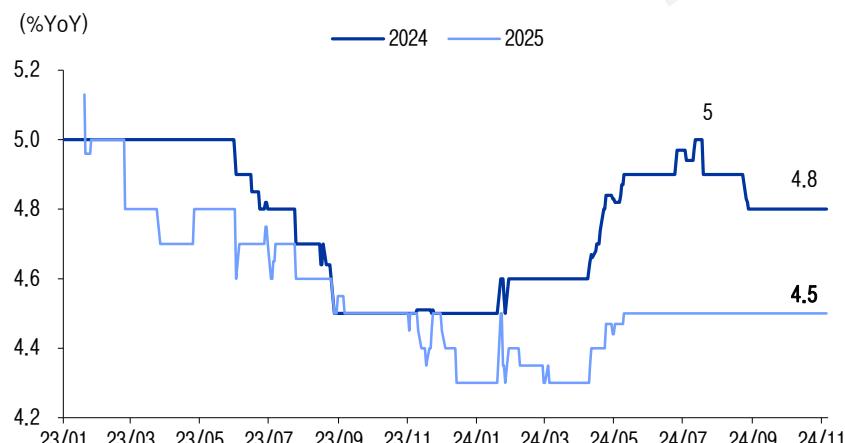
- 2025년 중국은 상고하저
- 2025년에도 5% 성장을 고집할 중국 정부
- 트럼프의 귀환. 관세가 없어도 문제다

2025년 중국은 상고하자

● 중진국 합정 + 유동성의 합정 + 디플레이션 여전

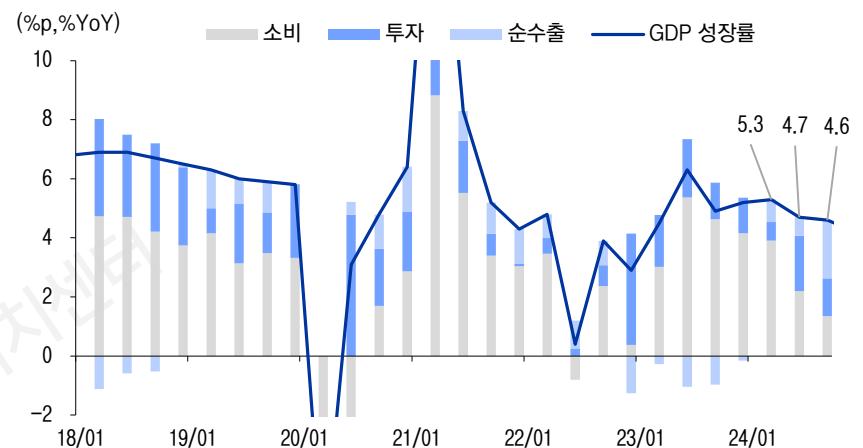
- 3분기 GDP 성장률은 +4.6% YoY 기록. 연간 목표인 5% 달성을 낙이도 확대
 - Bloomberg 컨센서스 상으로 2024년 GDP 성장을 컨센서스는 4.8%이며, 2025년 GDP 성장률은 4.5%로 둔화 예상
 - 중국 정부는 과거와 같은 고속 성장을 추구하기보다는 **1)중진국 함정 2)유동성 함정 3)디플레이션 우려 해소에 무게**를 둘 것
 - 다만, 2025년 최대 불확실성이 트럼프 리스크와 불확실한 미국의 금리 인하 속도를 감안하면 상반기가 정책 강화 시점으로 판단
 - 2025년 중국 경제는 상고하저 방향성 예상

2025년 중국 GDP 성장을 컨센서스는 4.5%

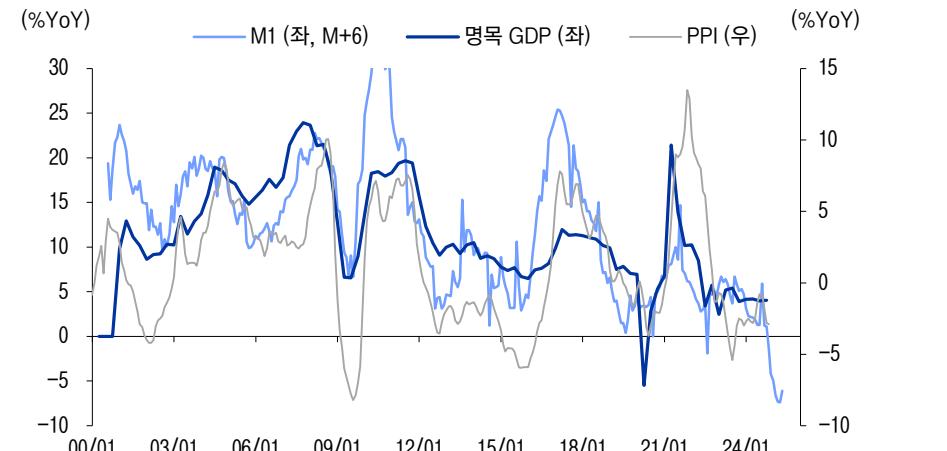


자료: Bloomberg, 중국 통계국, LS증권 리서치센터

3분기 GDP 성장률 4.6% YoY. 5% 마저도 무너지나?



중진국 함정에 빠진 중국. 불가피한 저성장

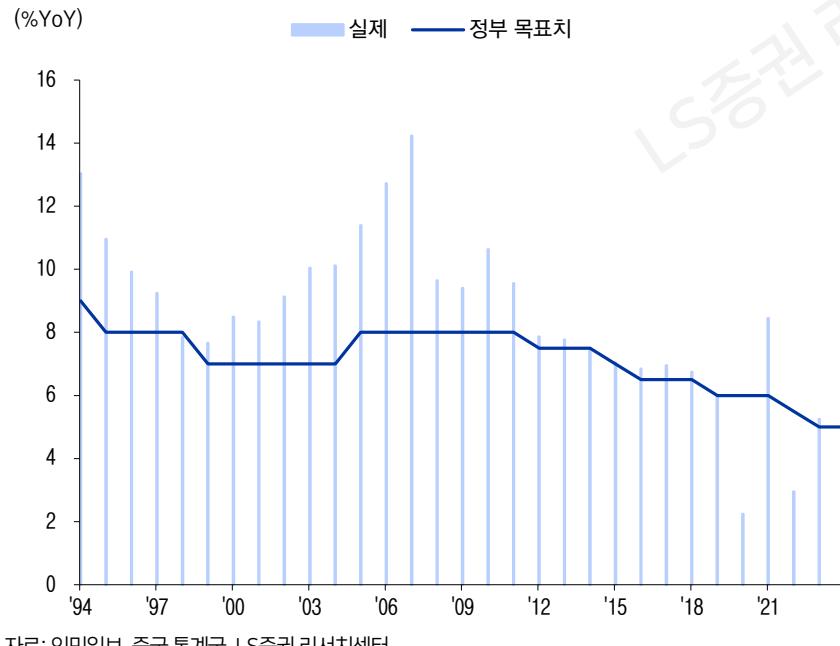


2025년에도 5% 전후 성장을 고집할 중국 정부

● 2025년 중국 GDP 성장을 컨센서스는 4.5%. 그러나 중국 정부는 5% 성장을 고집할 가능성이 높다

- 중국 정부는 매년 양회(3월)를 통해 GDP 성장을 목표치를 제시. 매년 목표치가 둔화되고 있으나 목표치에 미달한 경험은 편데믹 시기 뿐
- 중국정부는 2020년 5중전회에서 2035년 GDP를 2020년 수준의 2배로 이끌어 올릴 것이라는 장기 목표 제시
- 이는 2020년 기준 연평균 4.78% 성장해야지만 달성 가능한 수치
- 즉, 2028년까지 5% 성장해야 그 후에 경기가 둔화되더라도 목표 달성이 용이

5% 성장을 고집해야 할 중국 정부



자료: 인민일보, 중국 통계국, LS증권 리서치센터

인민일보 헤드라인, 5% 성장에 대한 자신 (11/11)

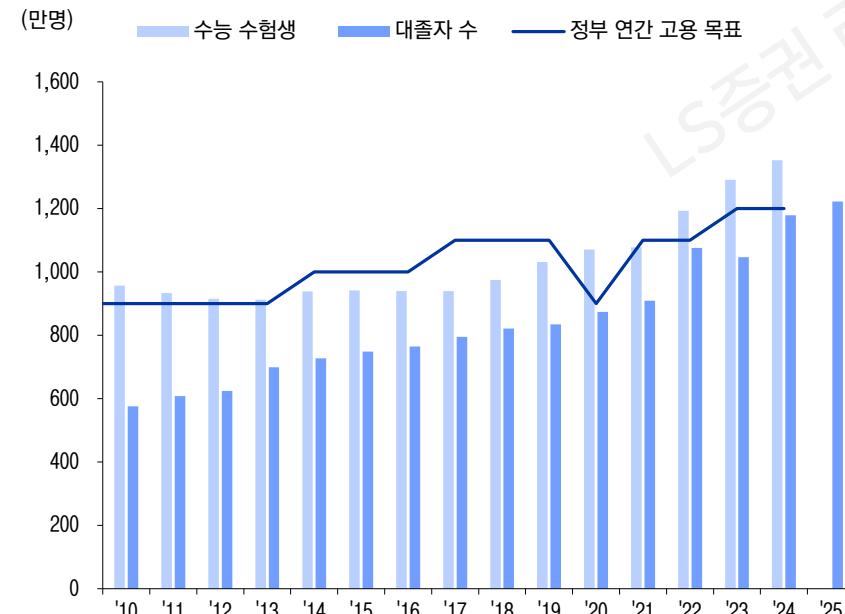


문제의 고용, 5% 성장률을 유지해야 하는 또 하나의 이유

● 5%를 고집해야 하는 또 하나의 이유는 고용

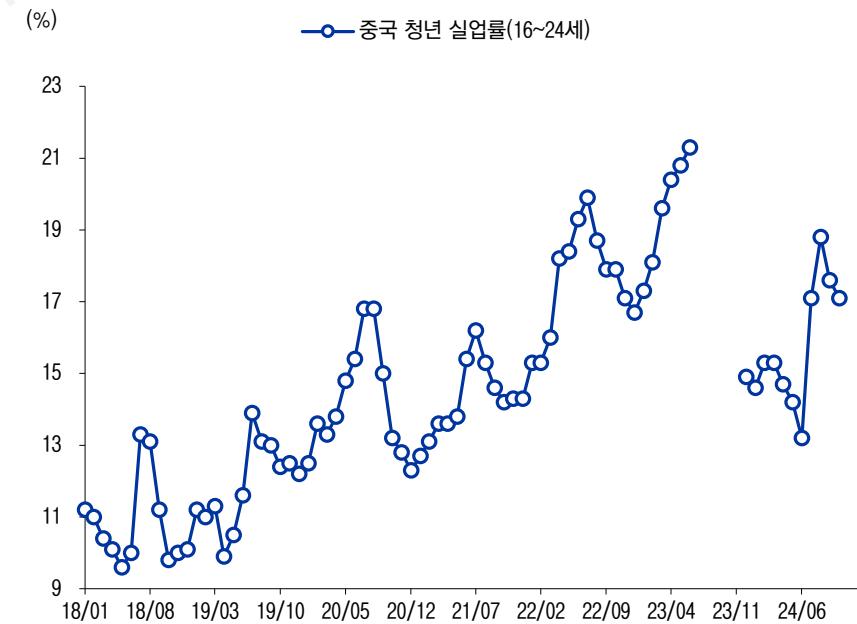
- 2024년 양회에서 제시된 GDP 성장률 목표치는 5%이며, 신규 고용 목표치는 1,200만명. 단순 계산 시, 1% 성장 당 240만명의 고용을 유발
- 중국 교육부에 2025년 예상되는 대졸자 수는 1,222만명(2023년: 1,179만명). 중국 정부는 내년에도 최소 1,200만명의 고용 목표를 제시해야 함
- 수정된 통계 방식에도 불구 청년 실업률 문제는 여전. 이에 중국 정부는 2024년과 같이 5%의 전후의 성장률 목표치를 제시할 가능성이 높음

GDP 1% 성장 당 240만명 고용 유발



자료: 언론보도종합, 중국 통계국, LS증권 리서치센터

치솟는 청년 실업률

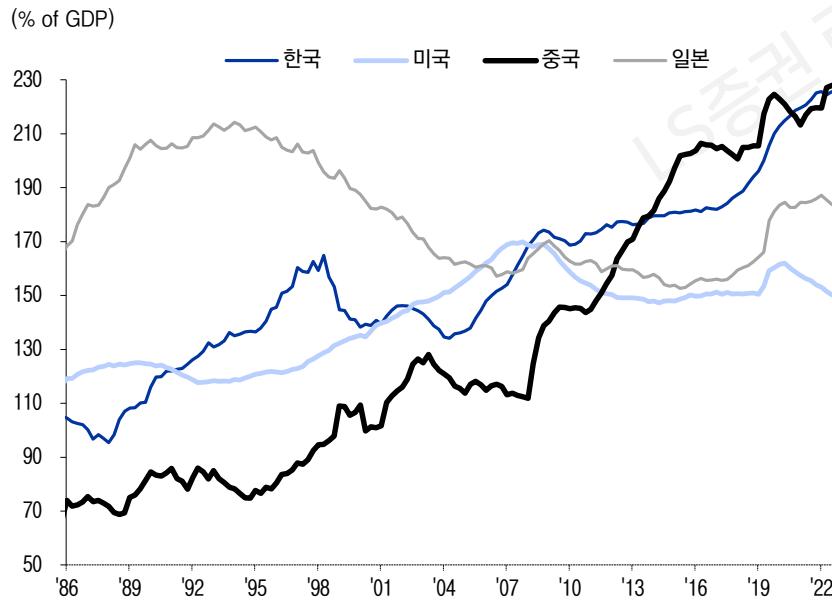


높은 레버리지 비율을 감안하면 공격적인 부양은 제한적

● 중국정부가 매번 시장 기대보다 한 단계 소극적인 태도를 보이는 이유는 상대적으로 높았던 부채 레벨

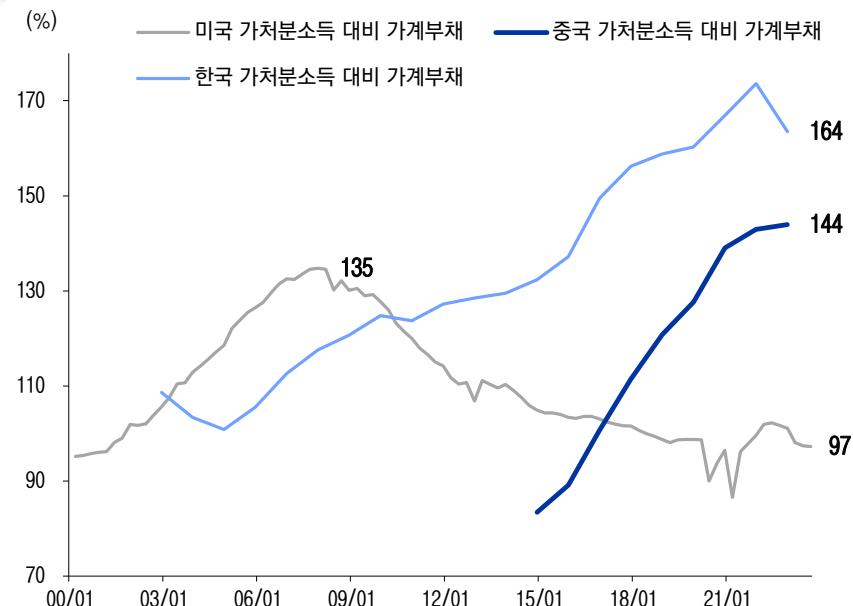
- 주요국과 비교해도 중국의 부채 레벨은 상대적으로 높은 상황. 높은 부채 레벨을 감안하면 과거의 성장률을 기대하기는 제한적
- 부동산 경기 침체로 지방정부의 주요 재원인 토지매각이익 역시 과거 대비 급감. 그렇기에 지방정부 역시도 추가적인 레버리지보다 부채 및 이자 상환에 급급
- 선부론이 아닌 공동부유론을 주장하는 시진핑 정부의 장기적인 스탠스는 경기가 느리게 회복될지언정 버블은 용인하지 않는 것

민간부채 레벨: 레버리지가 가능한 지역은?



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

높은 레벨의 가치분소득 대비 가계부채



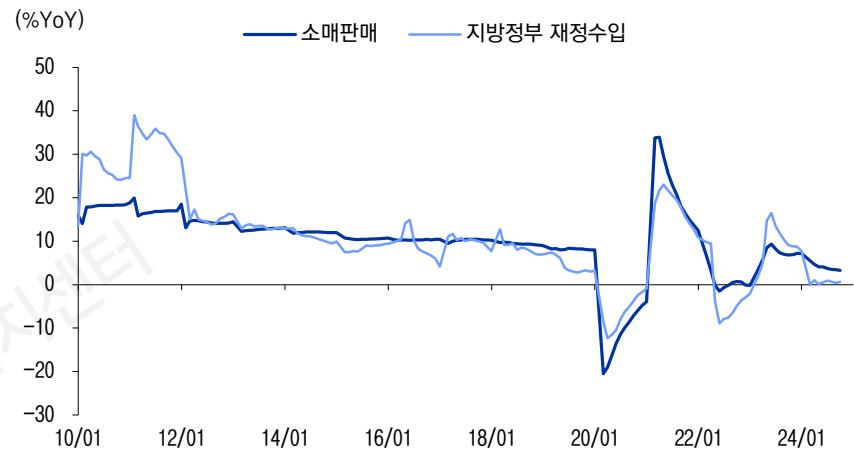
LS Securities Research 8

소비보다 지방정부 부채 리스크 해소를 강조한 이유는?

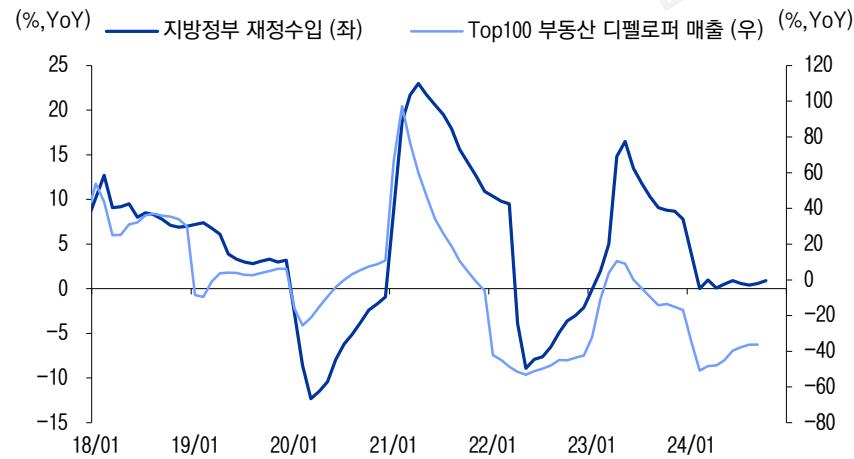
● 공격적인 부양보다는 부작용 최소화가 목표

- 11월초 전인대 상무위원회에서 중앙정부는 지방정부의 악성부채 상환을 위한 10조위안 규모의 정책 마련(지방정부 부채 한도 6조위안 상향 + 4조위안 규모의 지방정부 특수채를 부채 상환에 활용)
- 시장 기대와 달리 중국 정부가 소비와 부동산 경기 회복보다 지방정부 악성부채 상환을 고집하는 이유는 목적이 부양보다는 안정화에 가깝기 때문
- 2025년에도 적극적인 부양보다는 구조적 문제 해소에 집중할 것
- 지방정부의 재정 상황이 우선적으로 개선되어야 소비 부양 정책에 더 많은 자금이 투입될 수 있다 판단한 것

내수가 회복하려면 지방정부의 재정 여력 확보가 우선

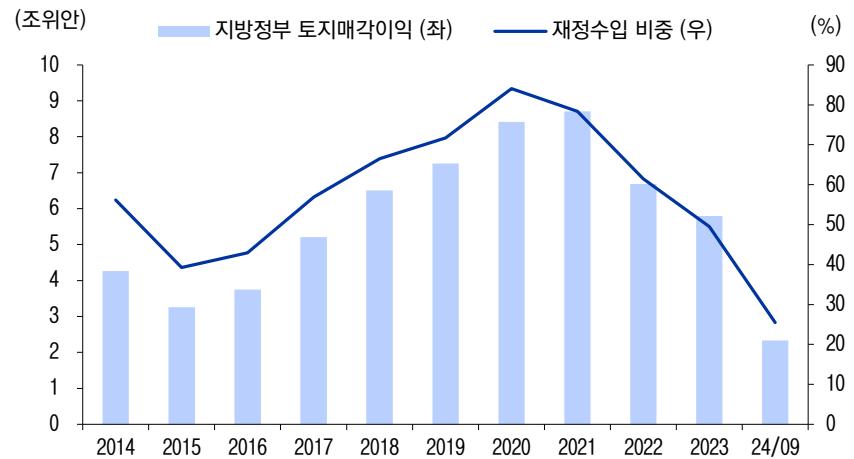


부동산 경기 침체로 지방정부 재정수입



자료: 인민은행, 재정부, WindLS증권 리서치센터

재정 악화로 지방정부의 부양 여력 ↓



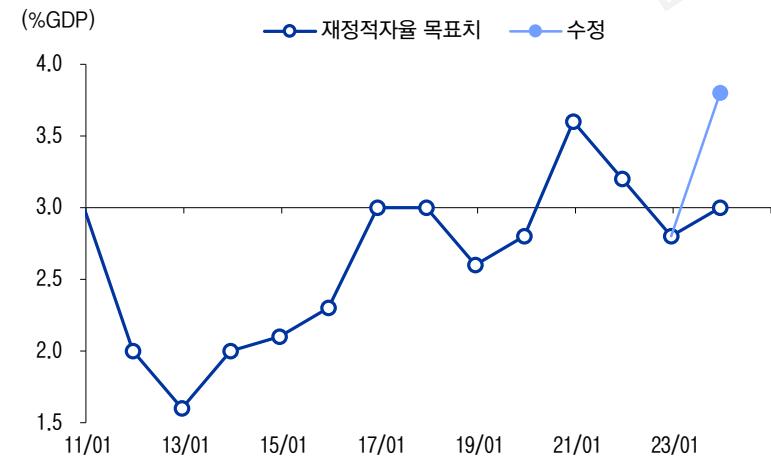
LS Securities Research 9

추가적인 부양이 없는 건 아니다. 충분한 중앙정부의 레버리지 여력

● 약해진 지방정부를 대신할 중앙정부

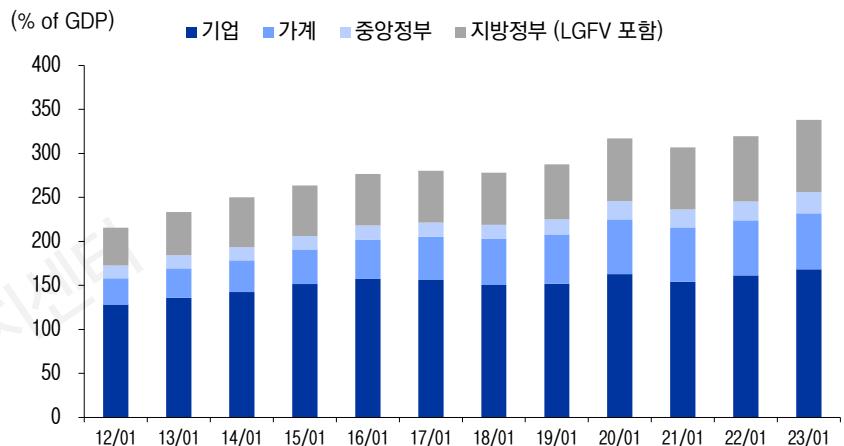
- 높은 가계 및 기업 부채, 특히, 지방정부의 악성부채가 상당하지만, 중국 중앙정부의 레버리지 비율은 상대적으로 낮은 상황
- 즉, 중앙정부 충분히 경기 하강을 완충시켜줄 수 있음. 중국 정부의 최대 싱크탱크 사회과학원은 2조위안 규모의 추가적인 특별국채 발행을 건의
- 11월 전인대 상무위원회에서의 부양 강도 시장 예상보다 약했던 것은 버블 우려 + 트럼프 리스크로 인해 부양책을 일시적으로 비축한 것으로 판단
- 2024년 대비 2025년 재정적자율 목표치는 2024년 대비 상향될 가능성은 높후

2025년 재정적자율 제고 가능성 주목

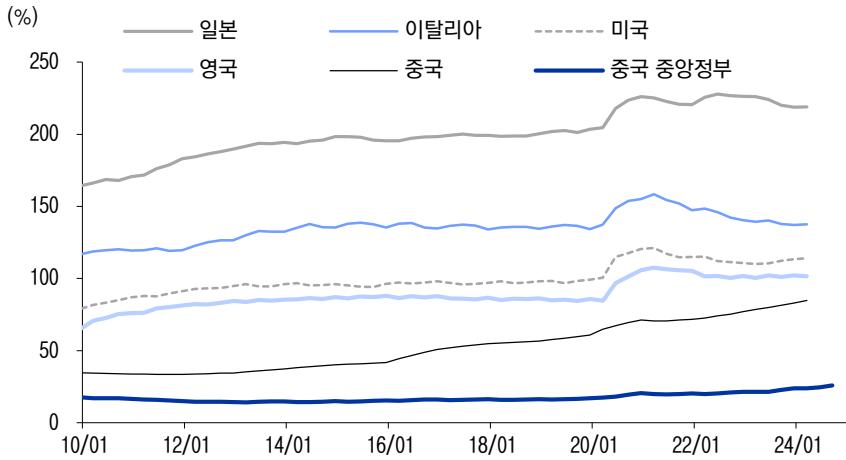


자료: 인민은행, 재정부, IMF, LS증권 리서치센터

그나마 긍정적인 부분은 중앙정부의 충분한 레버리지 여력



주요국 대비 정부 부채는 낮다

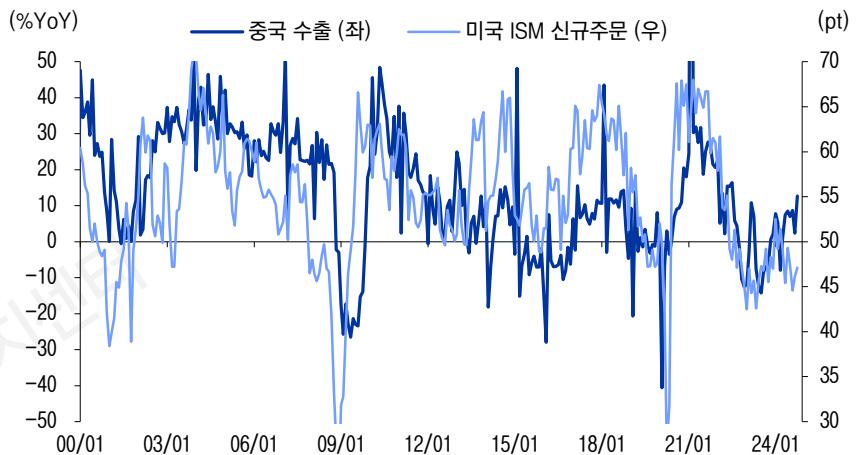


두 마리의 토끼를 잡을 수는 없을 2025년

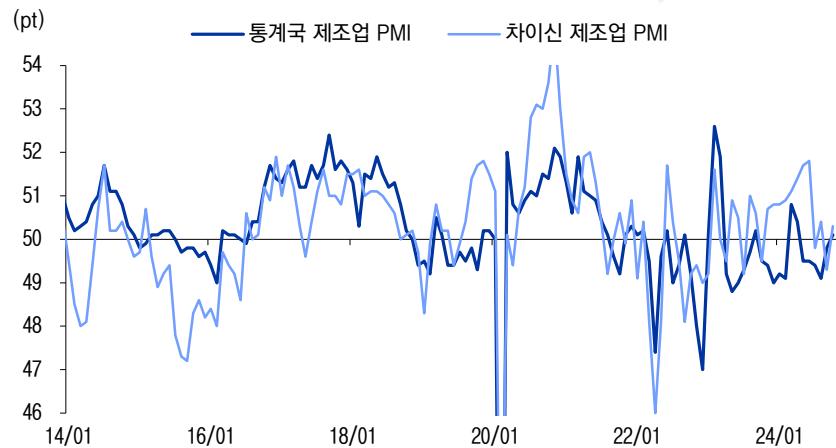
● 기대 이하일 수출. 그렇기에 중요할 소비의 역할

- 중국 통계국 제조업 PMI와 달리 고공행진을 이어왔던 차이신 제조업 PMI
마저도 상반기 대비 위축
- 중국의 수출은 미국 ISM 신규주문과 높은 동행성 나타냄. 미국의 수요 둔화 및
경기 불안은 중국 수출 호조의 한계성을 암시
- 이러한 가운데, 미국을 비롯한 주요국들의 대중국 견제 강화 역시도 수출에
부정적. 특히, 트럼프의 귀환은 2025년 중국 경제의 최대 변수
- 중국의 동맹국의 역할을 기대해 볼 수 있겠으나, 선진국(미국)의 퇴장은 분명
치명적일 것

선진국의 수요 둔화는 중국 경기에 악재

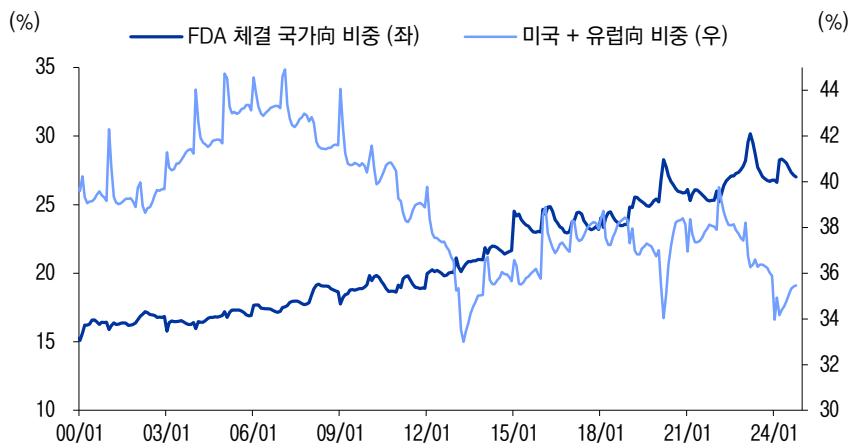


그나마 버팀목으로 작용했던 수출의 기여도는 하락할 것



자료: 중국 통계국, Wind, LS증권 리서치센터

동맹국이 빈자리를 채워주고 있지만, 선진국의 퇴장은 분명 치명적

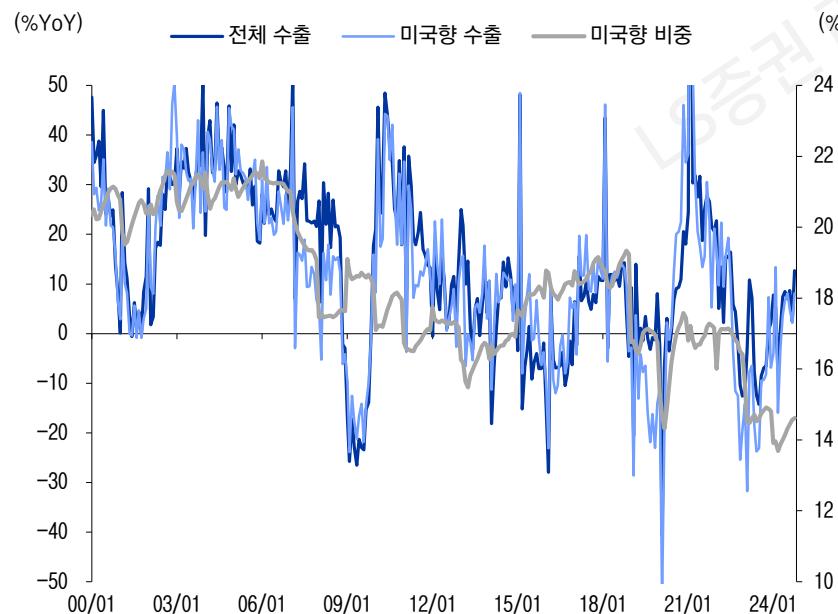


최대 60% 관세를 예고한 트럼프의 귀환

● 60%의 관세가 중국에 끼칠 영향은?

- 2023년 기준 중국의 대미 수출 금액은 5,000억달러. 만약 트럼프가 60% 관세를 적용 시, 단순 계산하면 약 3,000억달러, 위안화로 환산 시 2.1조위안이 피해 노출 금액(GDP의 1.6%)
- PIIE 분석에 따르면 60% 관세 적용 시 중국의 전체 수출은 최대 -14.3% 감소할 것이라 예상
- 소비가 회복이 지연되는 시점에서 수출 기여도의 퇴장은 치명적

중국의 대미 수출과 비중



시나리오별 중국 수출 영향 예상

구분	관세	대미 수출 영향	전체 수출 영향
시나리오①	보편적 관세 (10%)	-9.3% ~ -19.3%	-1.4% ~ -2.9%
시나리오②	최혜국 대우 박탈 (약40%)	-26.9% ~ -57.2%	-4% ~ -8.5%
시나리오③	60%	-45.6% ~ -96.8%	-6.7% ~ -14.3%

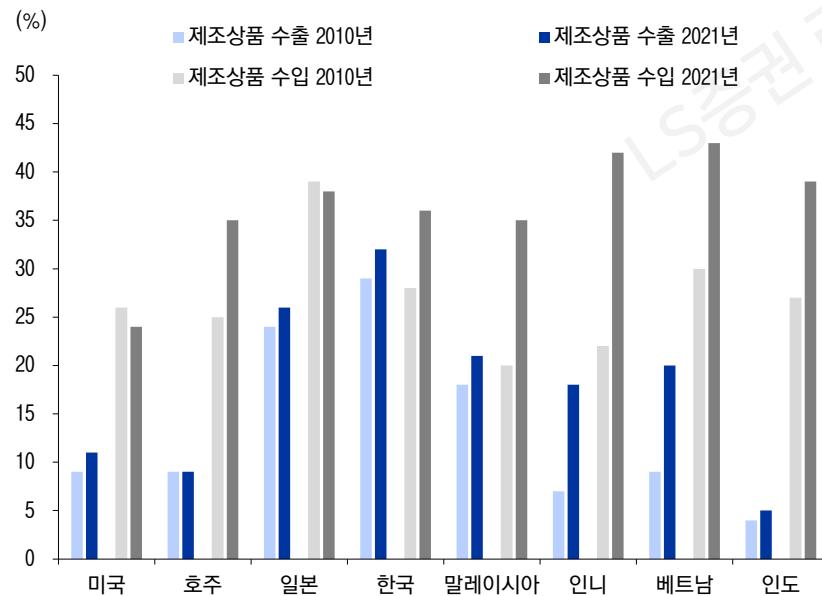
자료: PIIE, 중국 해관총서, LS증권 리서치센터

열려있는 미중 관계 개선 가능성

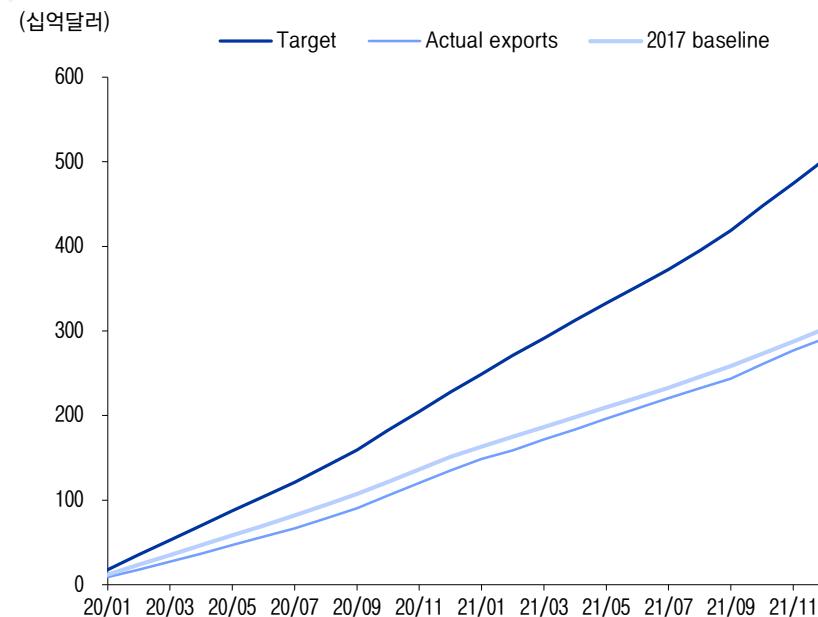
● 지켜지지 않았던 1단계 무역 합의

- 미중 갈등 부분에서 트럼프가 바이든 행정부 보다는 사태 해결의 실마리가 가시적인 것으로 판단
- 2018년 7월 이후 1년간 이어진 미중 무역전쟁 결과 2019년 미중 무역합의 1단계 체결. 1단계 합의는 중국이 미국에서 대량의 상품 및 서비스를 추가 구매하는 것이 주요 내용으로 2020년 2월 14일 발효. 2017년보다 2,000억 달러 더 많은 상품 및 서비스 구매해야 하지만 2021년까지 전체 필요액의 약 60% 만을 구매
- 트럼프의 경제/무역에 대한 성향은 미국 제품을 많이 사주는 국가에게 우호적. 즉, 중국 입장에서 미국 제품을 구매 시 미중 관계가 생각보다 악화되지 않을 가능성 존재

주요 IPEF 국가의 대중국 수출과 수입 비중



중국의 미국 제품 수입 합의액



자료: CEIC, LS증권 리서치센터

합의점에 도달해도 문제다

● 관계는 개선될 수 있겠으나 중국의 디플레이션 우려는 연장될 수 있다

- 세부적으로 1단계 무역 합의 규모인 2,000억 달러에서 약 1,600억 달러는 농산품, 에너지, 완제품으로 구성
- 2020~2021년 중국의 미국산 농산품, 에너지, 완제품의 실제 수입액은 합의점의 78.3%, 47.2%, 62.5%에 그침
- 농산품에서는 대두 수입, 에너지에서는 원유 수입이 부진했음. 한편, 완제품에서는 반도체를 제외한 대부분의 상품 수입 부진

미중 1단계 무역 합의 진척도

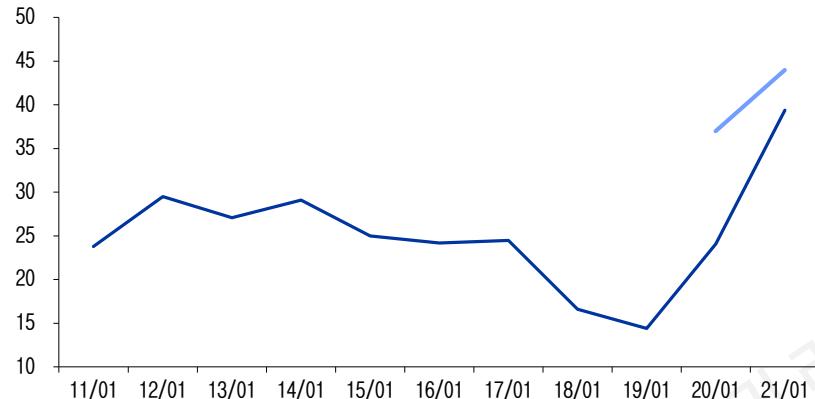
구분	2020년			2021년			2020~2021년			
	2017 Baseline (십억달러)	Target (십억달러)	Actual (십억달러)	Actual (%)	Target (십억달러)	Actual (십억달러)	Actual (%)	Target (십억달러)	Actual (십억달러)	Actual (%)
농산품	24.5	37	24.1	65	44	39.4	89.6	81	63.5	78.3
에너지	6.8	25.3	9.9	39.1	40.7	21.2	52.2	66	31.1	47.2
완성품	78.5	111.4	67.8	60.9	12.3	78.9	63.9	234.8	146.7	62.5
합계	109.8	173.7	101.8	58.6	208	139.5	67.1	381.8	241.3	63.2

자료: Trade Map, Wind, LS증권 리서치센터

미국산 상품 수입 확대는 디플레이션을 연장시킬 부분

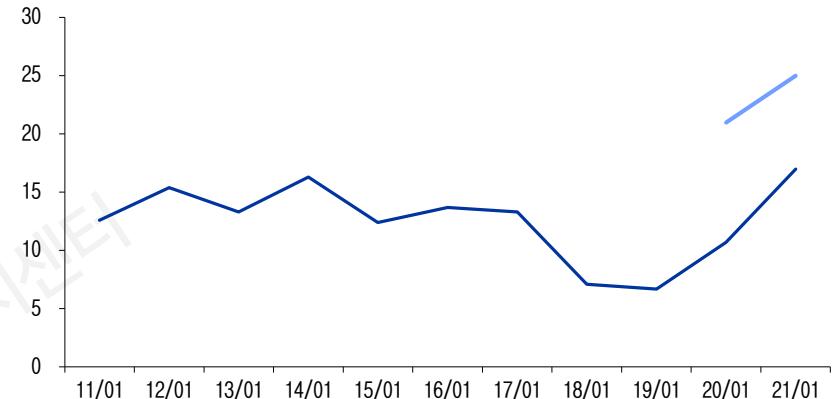
미국산 농산품 수입 확대는 중국 식품 가격 하방 요인

(십억달러) — 미국산 농산품 수입 — Target



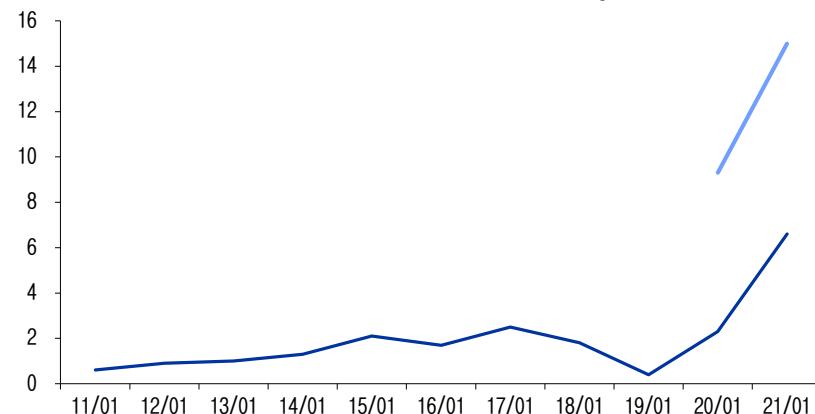
2020~2021년 대두 수입은 목표 대비 67.8% 수준

(십억달러) — 미국산 대두 수입 — Target



에너지 중에서는 원유가 목표 대비 미달

(십억달러) — 미국산 석유화학 제품 수입 — Target



미국산 상품 수입 확대는 중국의 물가 회복을 지연시킬 요인

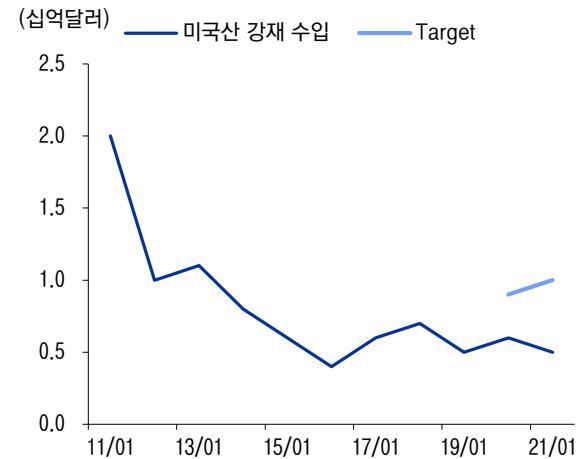
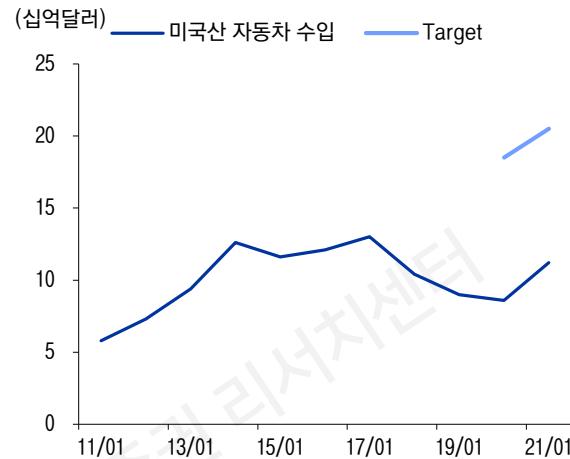
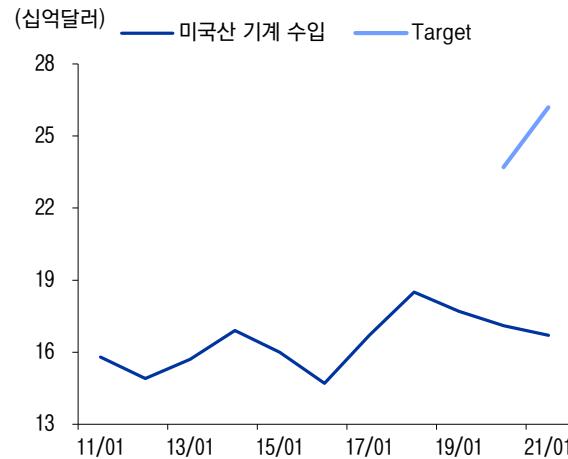
(%YoY) — 중국 CPI (좌) — 미국 수입 (우)



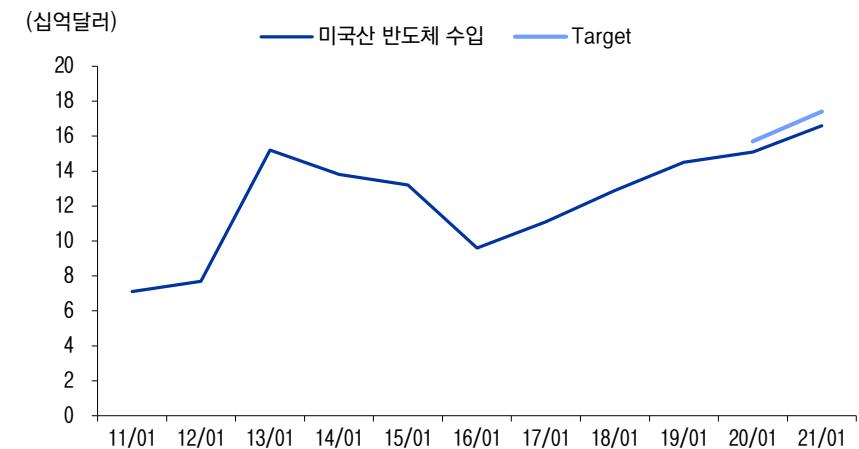
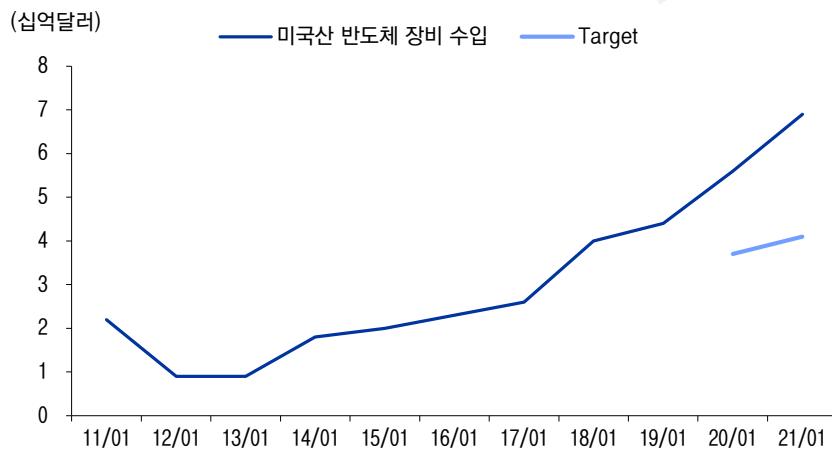
자료: Wind, LS증권 리서치센터

약속을 지킨 상품은 육성 산업인 반도체 뿐

기계, 자동차, 강재 등 주요 상품 수입 역시도 합의점보다 낮음. 이들의 공통점은 경쟁 우위 산업. 중국 입장에서는 수입 확대 필요성이 낮음



반면, 반도체와 같은 대외 의존도가 높은 산업은 애초에 문턱이 낮았음. 중국의 반도체 굴기를 동시에 견제한 것



온전히 해소되지 못한 공급과잉 우려

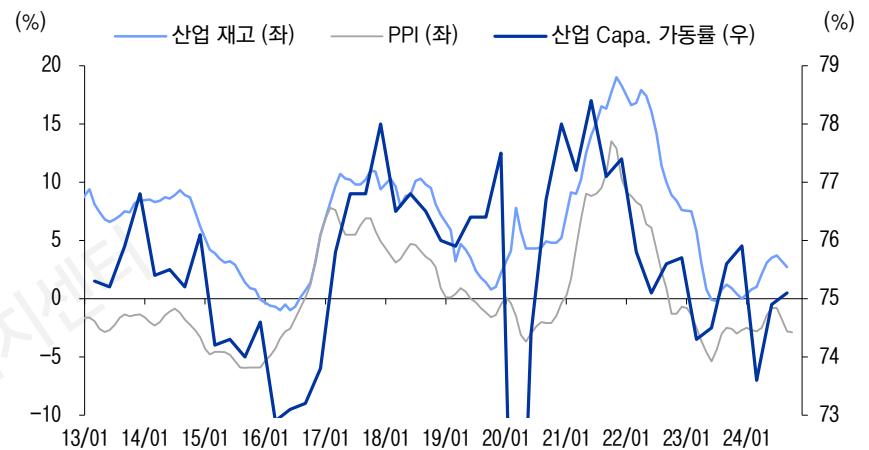
● 오랜 기간マイ너스에서 탈출하지 못하고 있는 중국의 PPI

- 4조위안 규모의 인프라 중심의 부양책('08) + 유로존 경제 위기발 수요 둔화로 중국은 2012~2015년에 공급과잉 직면
- 공급사이드 개혁 발표 전까지 중국의 PPI는 약 4년간 마이너스(-) 국면 유지
- 2012~2015년처럼 PPI가 장기간 회복하지 못하는 현 상황에서 미국산 수입 확대는 공급과잉을 가중시킬 요인
- 결론적으로 미국과의 약속을 지키는 것도 중국 경제에 반드시 이점으로 작용되는 것은 아님

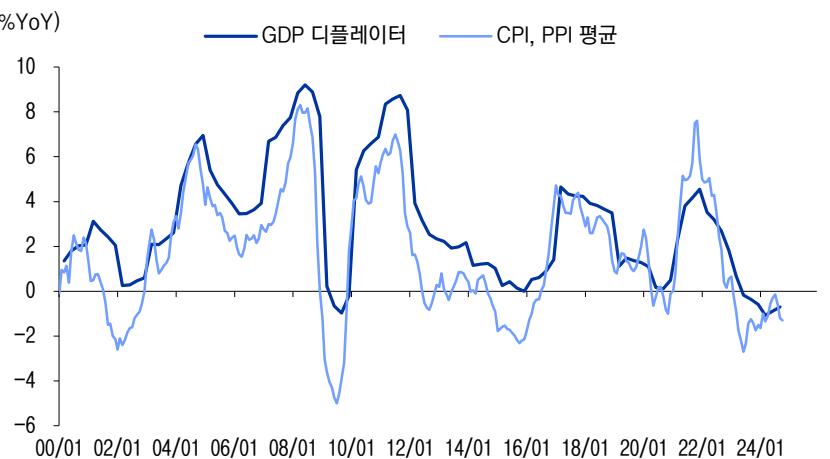
● 중국 정부의 선택지는 하나. 내수 부양을 통한 트럼프 리스크 상쇄

- 중국 국무원 산하 싱크탱크인 사회과학원은 중국의 물가가 회복되면 미국의 인플레이션을 자극하여 미국이 중국에게 높은 관세를 부과하기 어려워질 것이라 주장
- 인민은행은 2024년 3분기 통화정책 보고서를 통해 기존의 '안정적인 물가 도모' 문구를 삭제하고 '물가 상승 유도'라는 문구를 삽입
- 중국 앞으로 디플레이션이 아닌 인플레이션으로 트럼프 리스크를 대응하겠다는 것
- 과거 1기 트럼프의 대중 무역 조치(201조, 232조, 301조 등)가 발의되고 정식 시행되는 데에 약 8~12개월 소요
- 그렇기에 중국 입장에서는 2025년 상반기가 정책을 강화할 수 있는 시기

미국산 상품 수입을 확대하기에는 여전히 부담스러운 PPI



중국 정부는 리플레이션을 강조

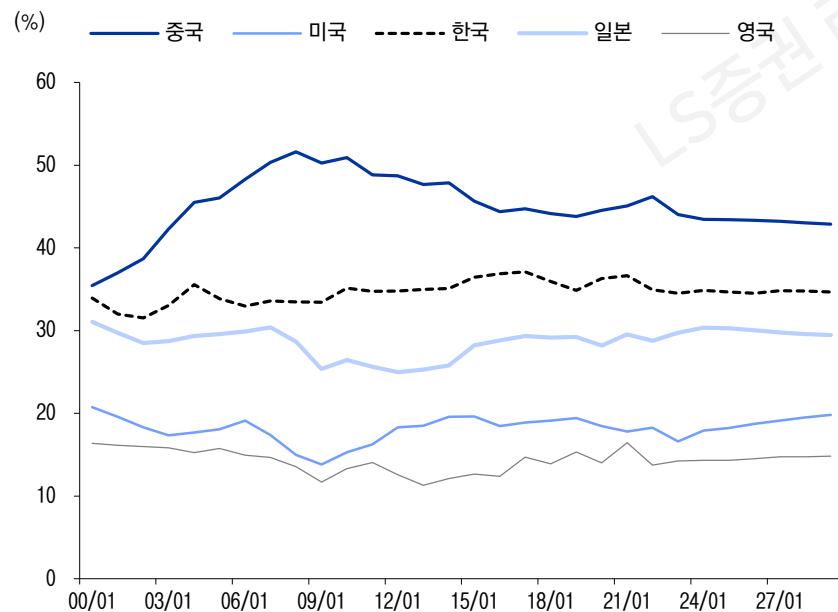


2025년 물가 경로는?

● 구조화되어 있는 디플레이션

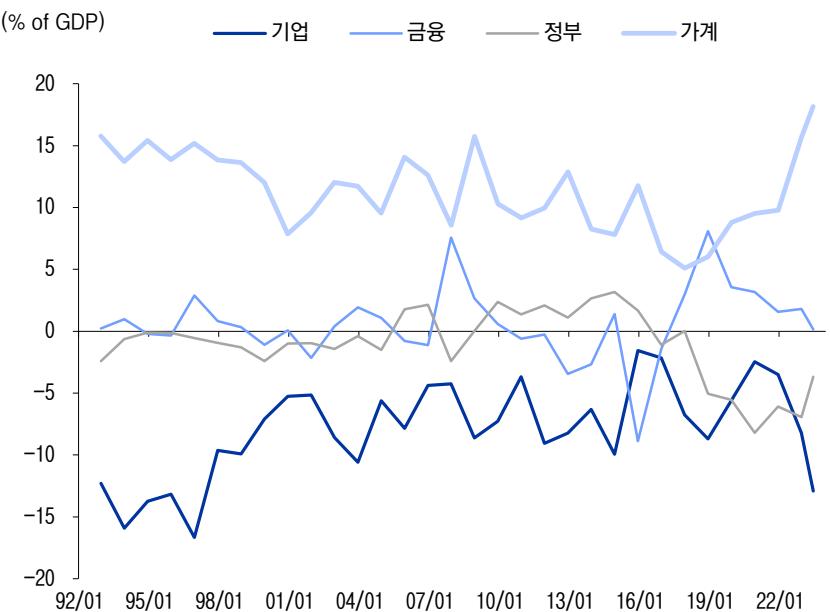
- 중국의 자금순환표 상 가계 부문의 경우에는 GDP의 약 20%를 저축
- IMF 데이터에 따르면 중국의 가계저축률은 주요국 대비 월등히 높은 것으로 확인됨
- 반면에 기업은 적극적인 투자(운용)을 하고 있는 상황. 문제는 중국에는 여전히 공급과잉 산업이 많고 대외 규제로 인해 수출이 제한적이라는 점
- 즉, 단기간 내 디플레이션 국면 탈출은 제한적일 것

주요국 대비 높은 레벨의 가계저축률



주: 2024년부터는 예상치
자료: IMF, LS증권 리서치센터

중국 경제주체별 자금 과부족

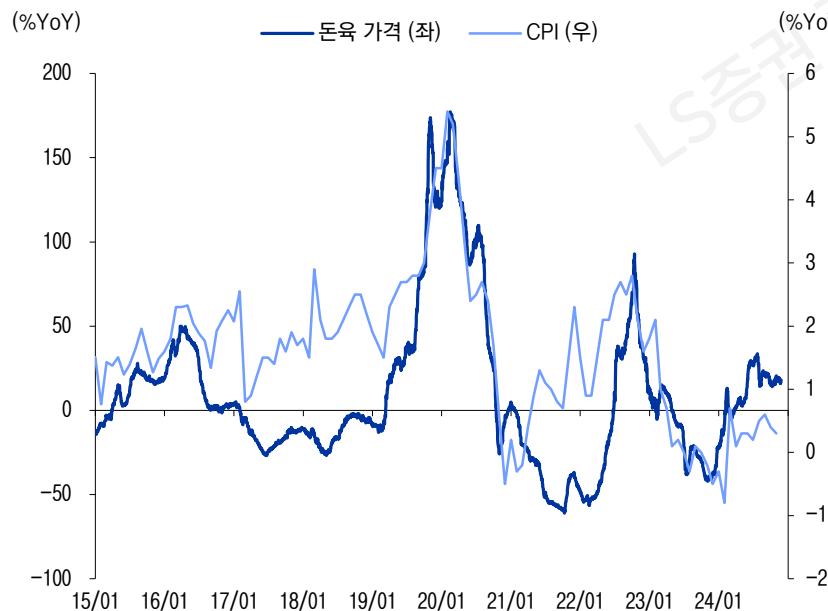


비관적으로만 볼 필요는 없다

● 구조적 문제 해소 기대

- 그동안 중국의 CPI가 낮았던 이유는 수요(소비)둔화 뿐만 아니라 돈육의 공급과잉이라는 구조적 문제까지 동반됐기 때문
- 이 외에도, 염가의 러시아산 에너지 수입 확대와 LNG 트럭 비중 확대로 유가가 중국의 경기를 과거만큼 반영하고 있지 못하고 있음
- 그러나, 이제는 중국의 물가가 구조적 하락에서 구조적 상승 국면으로 전환될 가능성을 주목

부진한 물가의 원인 중 하나는 돈육의 공급과잉



수요 둔화 뿐만 아니라 구조적 문제가 중국의 물가 회복을 제한



자료: 중국 통계국, LS증권 리서치센터

물가, 구조적 하락에서 구조적 상승으로

● 변수는 라니냐. 지속적인 돈육 감산 가능성 확대

- 돈육 공급 과잉으로 피해가 막심했던 중국 양돈 농가들이 계속해서 감산(모돈 사육두수 축소)을 추진하고 있으며, 이에 따라 중국의 돈육 가격 레벨을 판단할 수 있는 생돈/사료(옥수수) 가격 비율이 8.5:1로 적정 수준(6:1 ~ 9:1)으로 회귀
- 곡물의 공급 차질을 유발하는 기상이변 라니냐를 주목
- 라니냐로 인하여 곡물 가격이 상방 압력에 노출될 시 중국 양돈 농가의 마진 압박은 다시금 확대될 수 있는 부분
- 이를 예방하기 위해서는 지속적인 감산이 불가피. 즉, 물가의 Proxy인 돈육 가격이 구조적인 상승 흐름이 지속될 것으로 판단

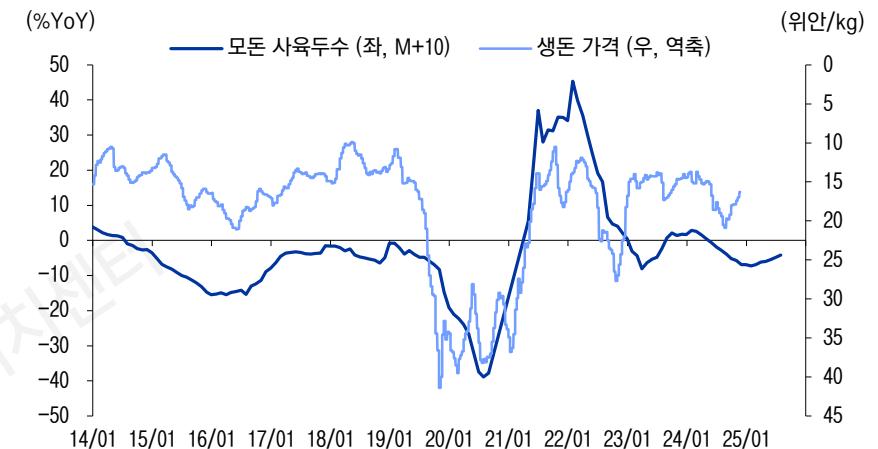
돈육 가격은 적정 레벨로 회귀



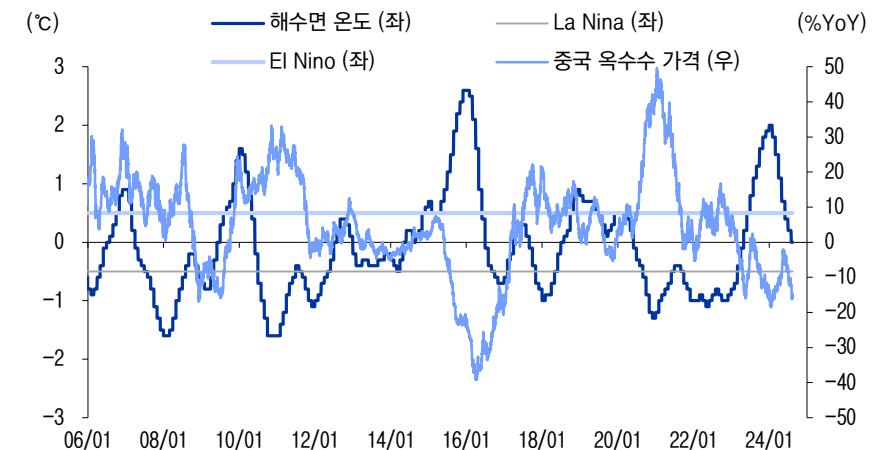
주: 음영 구간은 생돈/사료 비율 적정 레벨(6:1 ~ 9:1)

자료: NOAA, 중국 농업농촌부, LS증권 리서치센터

중국 양돈 농가의 지속적인 감산

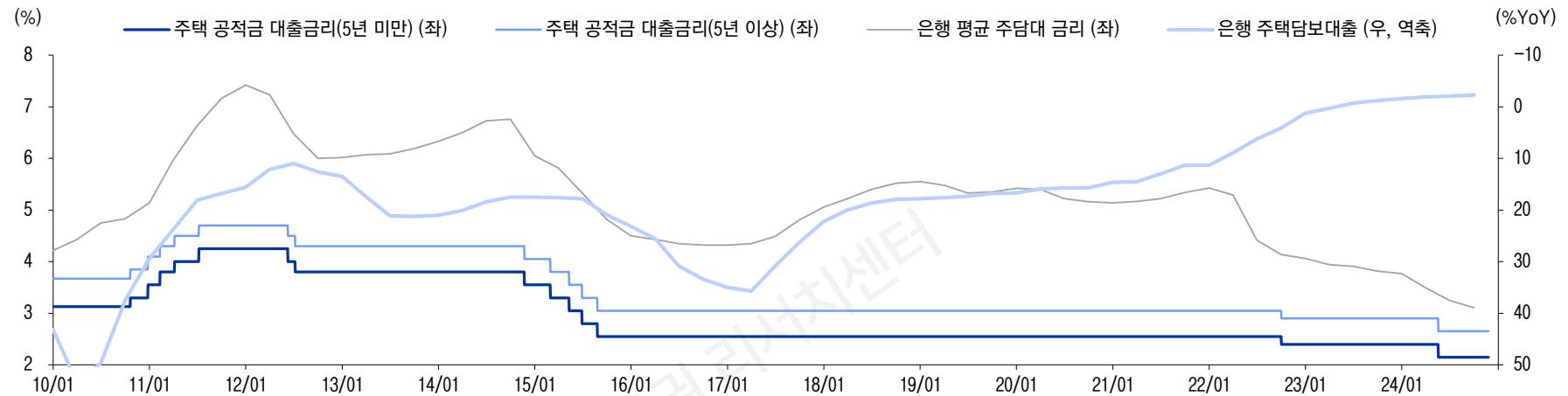


다가올 라니냐를 경계. 물가의 구조적 하락에서 상승으로 전환 주목

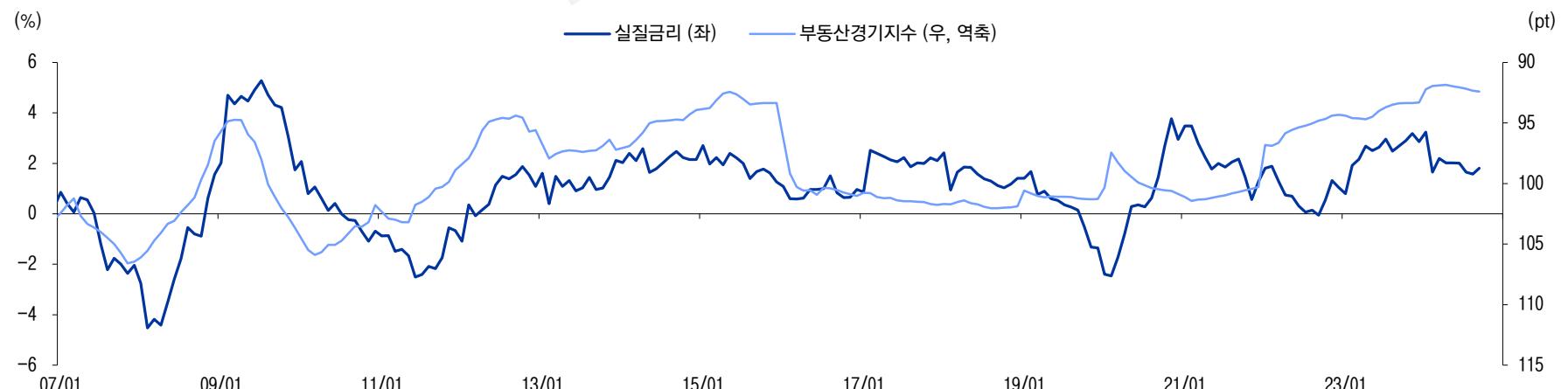


리플레이션의 명분은 계속 제공되고 있다

금리는 역사적 최저 레벨이지만, 대출 수요는 지속 퇴장. 지속적인 금리 인하를 통해 심리 회복 유도 필요



원인은 중 하나는 높은 실질 금리. 물가 회복을 통해 실질 금리 안정 필요성 확대



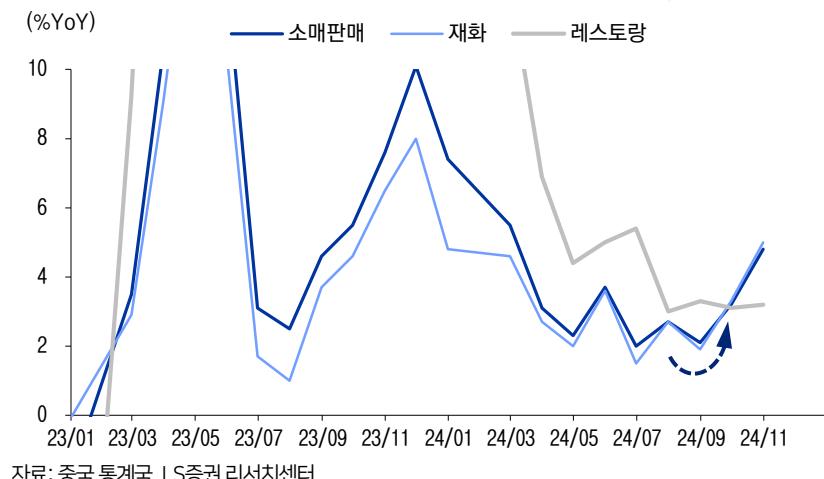
자료: 인민은행, Wind, LS증권 리서치센터

결론적으로 소비(수요) 회복이 관건

● 소비가 중요하지 않았던 때는 없었지만...

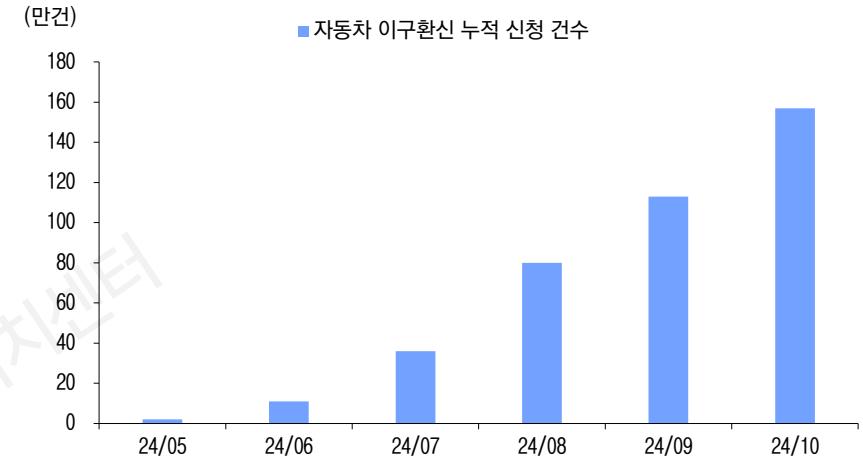
- 물론 중국 경제에서 소비가 가장 중요하다는 것은 누구나 인지하고 있는 사실
- 다만, 순수출의 기여도가 후퇴할 가능성이 높은 상황에서는 2025년에는 소비가 그 어느 때보다 중요할 것으로 판단
- 그나마 긍정적인 부분은 소비 정상화를 위한 환경은 마련되어 있다는 점. 2024년 9월부터 재화 소비가 반등하기 시작했으며, 가전제품, 가구, 자동차 등 주택 관련 소비가 플러스(+)로 전환
- 이는 중국 정부의 대대적인 주택 구매 지원책(LTV 상향, 주담대 금리 인하 등)과 소비 부양책(이구환신)의 효과가 반영되기 시작한 것으로 해석 가능

반등하기 시작한 재화 소비

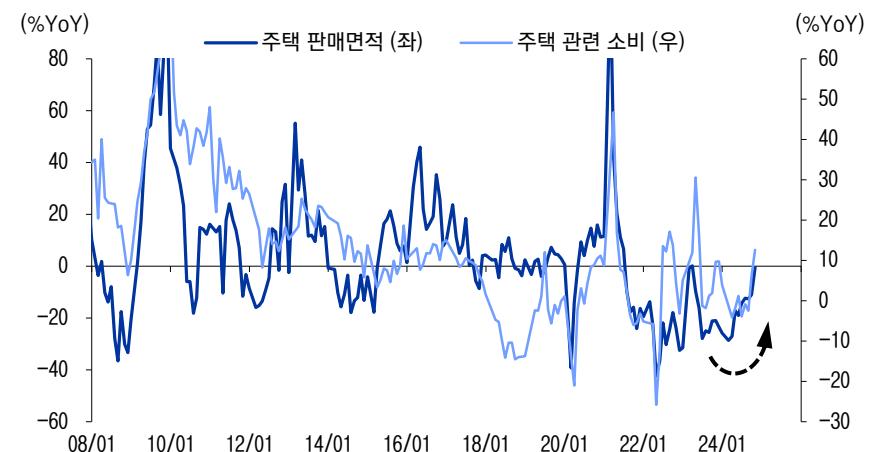


자료: 중국 통계국, LS증권 리서치센터

소비 정상화를 위한 환경은 마련되어 있다



부양책 효과가 반영되기 시작

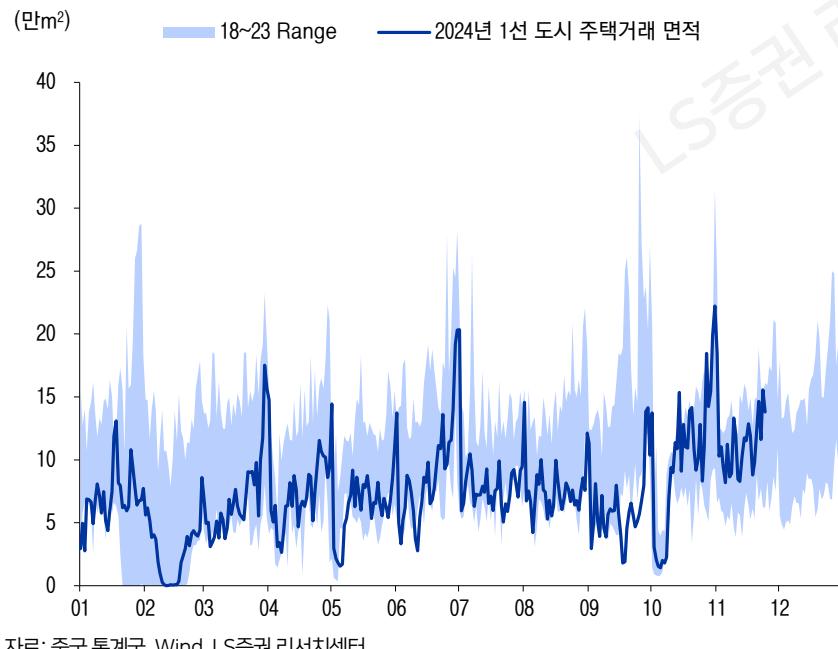


소비 회복의 Key, 2025년 부동산 시장은?

● 부동산 경기, 바닥은 통과했다

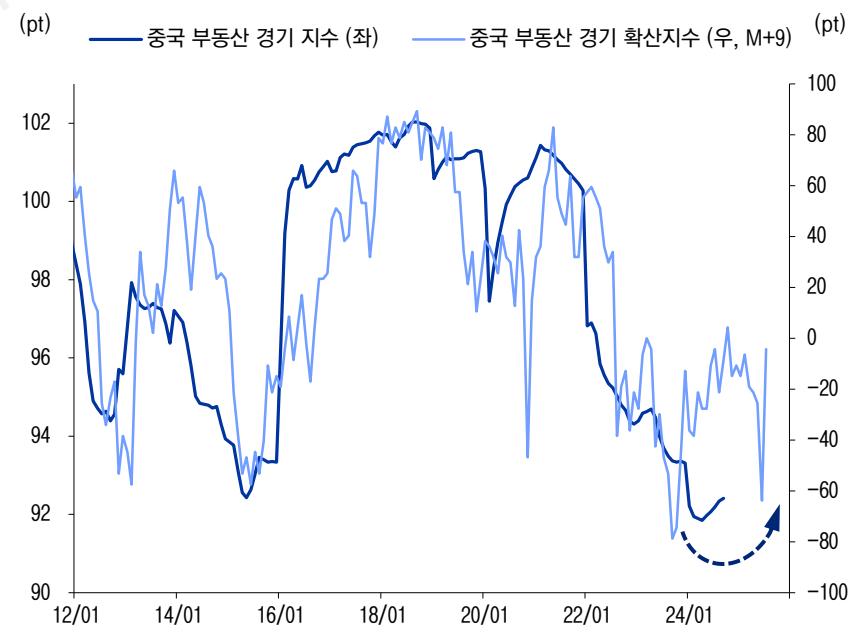
- 10/17, 중국 주건부는 기자회견을 통해서 여전히 중국 경제의 최대 우려 요인으로 지목되고 있는 부동산 경기에 대해서 10월부터 긍정적인 변화가 나타날 것이라 언급
- 지난 '5/17 부동산 정책'과 '9/24 대규모 부양책'의 내용 통해 알 수 있듯, 중국 정부의 궁극적인 목표가 '적극적인 부양'보다는 수급 조절과 가격 하락 중단 등 '안정화'에 초점이 맞춰져 있기에 드라마틱한 회복을 기대하기는 제한적이지만, 주건부의 발언을 통해 높아진 바닥 통과 가능성은 긍정적
- 실제로 10월부터 중국 1선 도시 주택 거래량은 과거 평균을 상회하기 시작

2024년 4분기부터 긍정적인 변화가 감지될 것이라 시사한 정부



자료: 중국 통계국, Wind, LS증권 리서치센터

부동산 경기 확산지수가 암시하는 바닥 통과



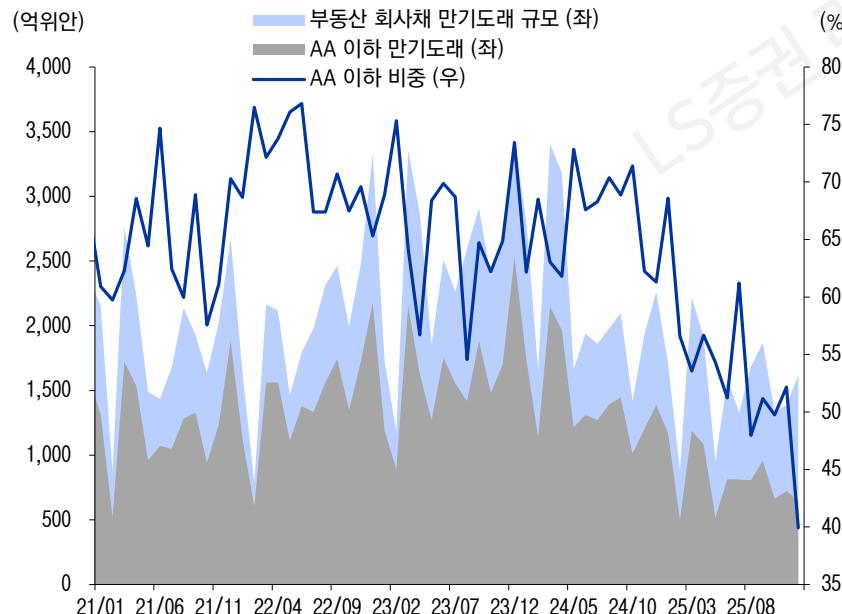
LS Securities Research

제2의 헝다, 컨트리가든 리스크 발생 가능성은?

● 후퇴하고 있는 부동산 리스크

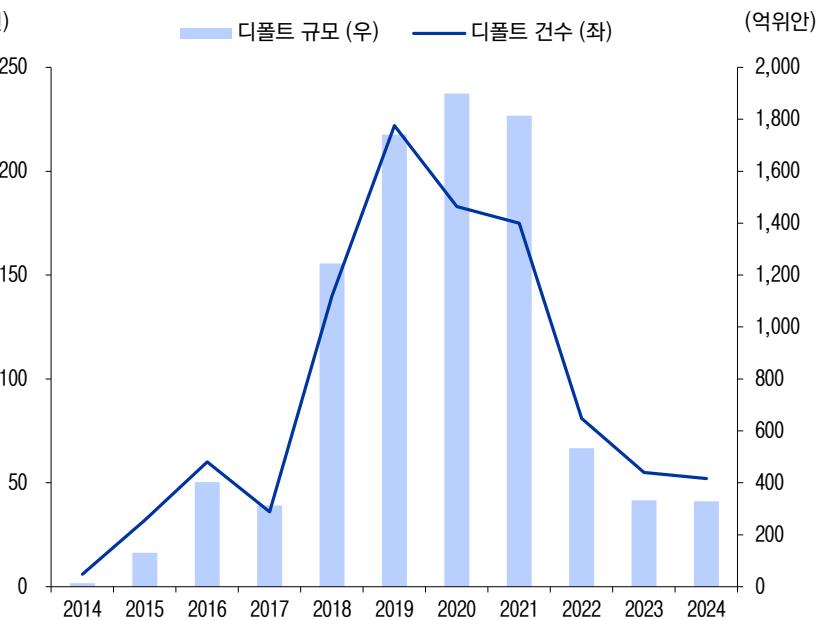
- 중국 경제의 위기론을 고조시켰던 2021년의 헝다 사태, 2023년의 컨트리가든 사태. 결론적으로 치명적인 타격은 없었지만 정부는 센티에 매우 부정적인 것을 인지
- 중국 정부는 공동부유를 뒤로하고 '선립후파'를 제시. 부동산에 대한 스탠스를 공식적으로 전환(규제 → 완화)하면서 부동산 디벨로퍼에 대한 자금조달 재개
- 물론 부동산 경기가 아직 유의미한 회복세를 나타내고 있지 않지만, 디폴트 리스크는 현저히 완화된 것을 확인 가능

중국 부동산 기업 디폴트 리스크 지속 완화될 것



자료: Wind, LS증권 리서치센터

중국 기업 회사채 디폴트 사례 역시 축소



LS Securities Research 24

중국정부의 궁극적인 목적은 부동산 경기 '부양' 아닌 '안정화'

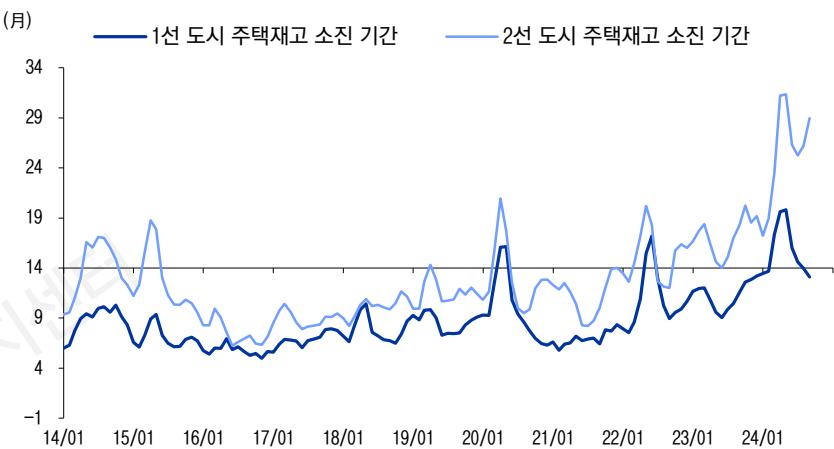
● 중국정부, 부동산 경기 정상 궤도 진입 시 주담대 금리 하한 정책 복원

- 파격적이었던 '5·17 부동산 정책'에서 중국 정부는 장기적 관점에서 부동산 부양이 지속되는 것이 아님을 시사
- 현재 중국의 주택 미분양 문제는 여전히 심각. 중국 국토 부문을 담당하는 중국 자연자원부 측은 주택 소진 기간이 36개월이 넘는 지역에게는 토지 매각을 금지시킬 것이라 결정. 수요를 견인해서 자생적인 부동산 경기 회복을 도모하기보다는 동시에 공급을 통제해서라도 수급 밸런스를 조속히 맞추겠다는 뜻
- 주택 소진 기간의 적정 레벨로 평가되는 12~14개월로 진입 시 부동산 규제 복원될 것으로 판단
- 현재 중국의 PIR은 29.6배로 과거 1990년대 일본 부동산 버블 시기보다 높음. 즉, 과거처럼 자산가격 상승 유도하여 경기 활성화시키는 것보다는 안정화에 초점을 맞출 것

● 정부 주도의 미분양 주택 매입 방안 역시 부양보다는 공동부유 정책

- 중국 정부는 미분양 주택 매입하여 서민형 임대주택으로 활용하는 방안 추진
- 이 역시 주택 가격 상승을 우선시한다기보다는 주택 공급과잉, 부동산 디벨로퍼 자금난, 빈부격차 등 전반적인 부동산 리스크 해소가 궁극적인 목적일 것. 즉, 공동부유의 방향성은 유지 중

높은 레벨의 100대 도시 주택 재고 소진 기간. 미분양 문제 여전히 심각



단순히 PIR로 보더라도 중국 주택 가격은 상대적으로 고평가

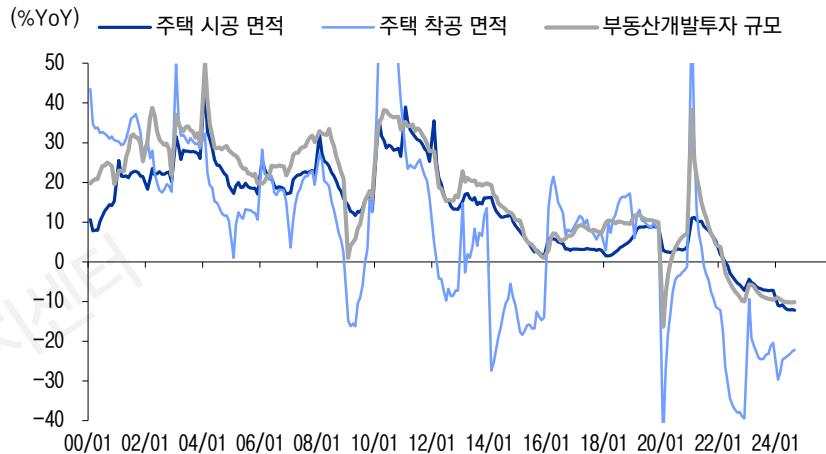


부동산 정책은 투자(신규 착공)보다는 안정화(미분양 해소)에 초점

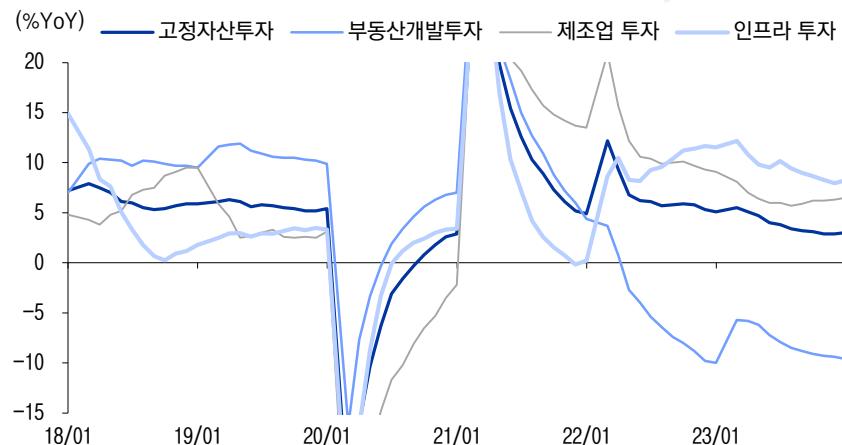
● 안정화에 맞춰진 부동산 정책. 투자의 기여도 역시 낮아질 것

- '517 부동산 정책', '924 대규모 부양책' 등 최근 정부의 의도를 해석해보면 신규 투자보다는 기존 물량 해소에 중점
- 미분양 물량이 정부의 개입으로 점차 개선되면서 주택 가격 하락세는 진정될 수 있겠으나, 2025년에도 부동산개발투자의 회복을 기대하기는 제한적일 것
- 즉, 2025년에 투자의 기여도가 기대 이하일 것으로 예상됨에 따라서 소비의 중요도가 매우 높아짐

2025년에도 착공 수요를 기대하기는 제한적

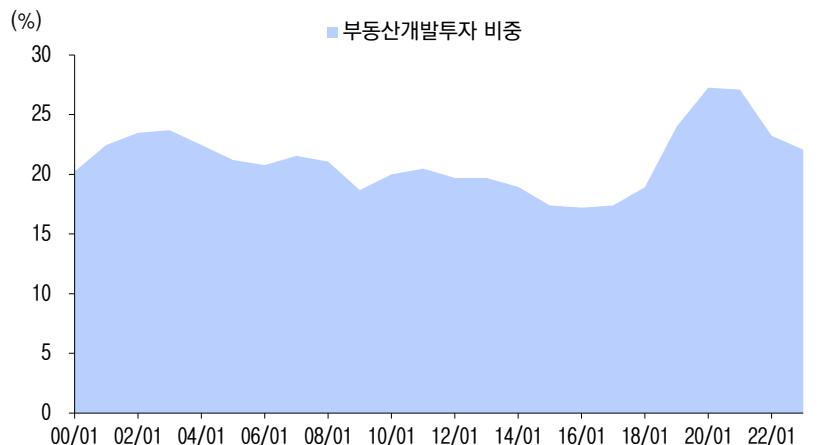


제한적일 신규 착공 수요는 투자에도 부정적



자료: LS증권 리서치센터

투자에서 큰 비중을 차지하는 부동산개발투자



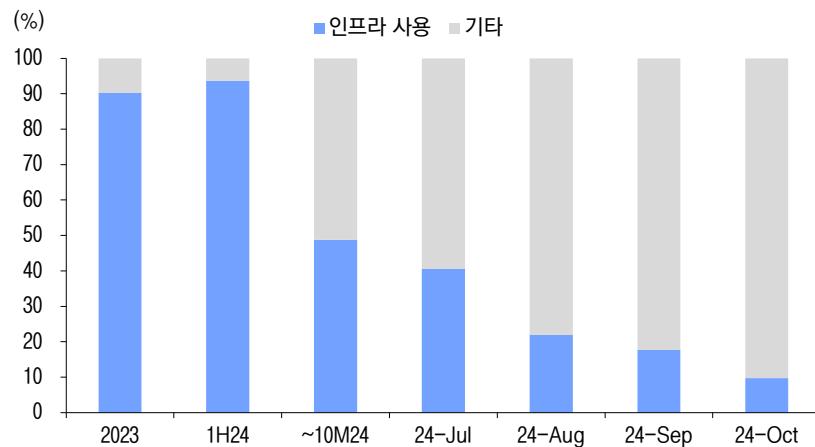
LS Securities Research 26

인프라 투자 기대감 역시도 제한적

● 지방정부 특수채 한도가 상향되더라도...

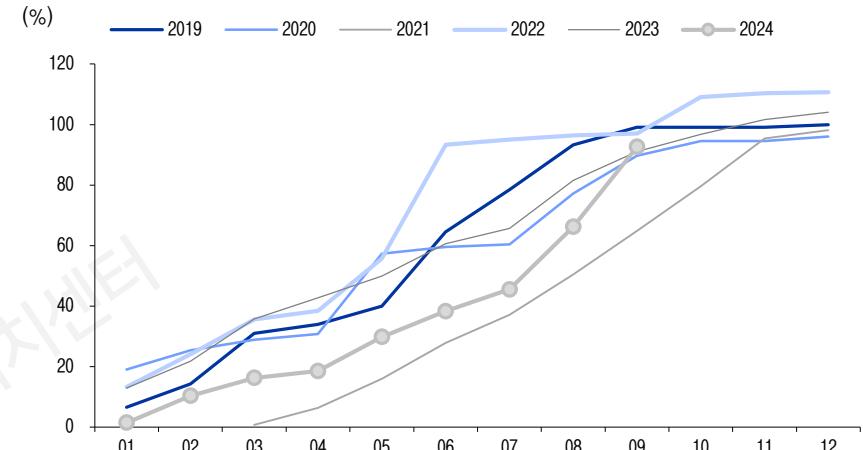
- 2024년 하반기 지방정부 특수채 발행 속도가 가속화됐음에도 10월 투자 지표는 예상치 하회
- 인프라 투자에 주로 활용되던 지방정부 특수채의 사용처를 확인해보면 올해부터 인프라 비중이 현저히 낮아진 것을 확인 가능
- 11월 전인대 상무위원회에서는 2028년까지 지방정부 특수채를 지방정부 악성부채 상환에 사용할 것이라고 언급한 바 있음
- 지방정부 특수채 발행 한도가 2025년에 상향된다 하더라도 효과는 제한적일 것으로 판단

최근 지방정부 특수채는 인프라가 아닌 여타 목적으로 사용되는 중

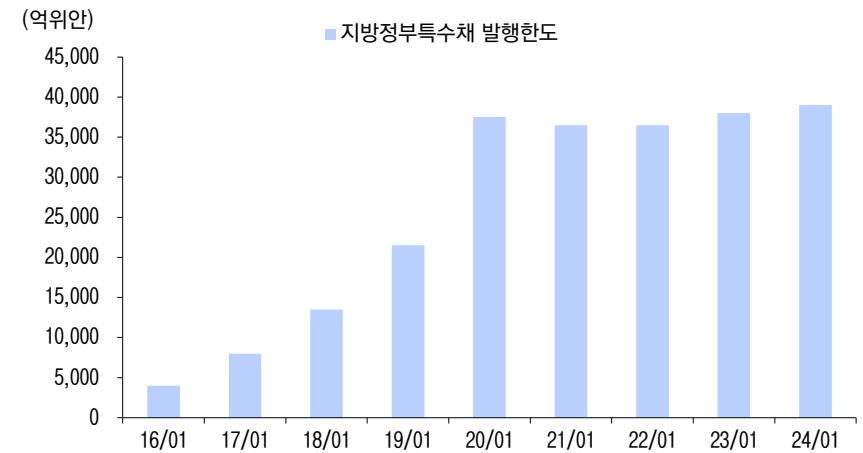


자료: 중국 재정부, LS증권 리서치센터

지방정부 특수채 사용이 가속화됐음에도 투자 지표 부진



2025년 발행 한도가 상향되더라도 효과는 제한적



LS Securities Research

Part II

2025년 중국 증시 전망

중국 증시도 결국 이익의 함수다

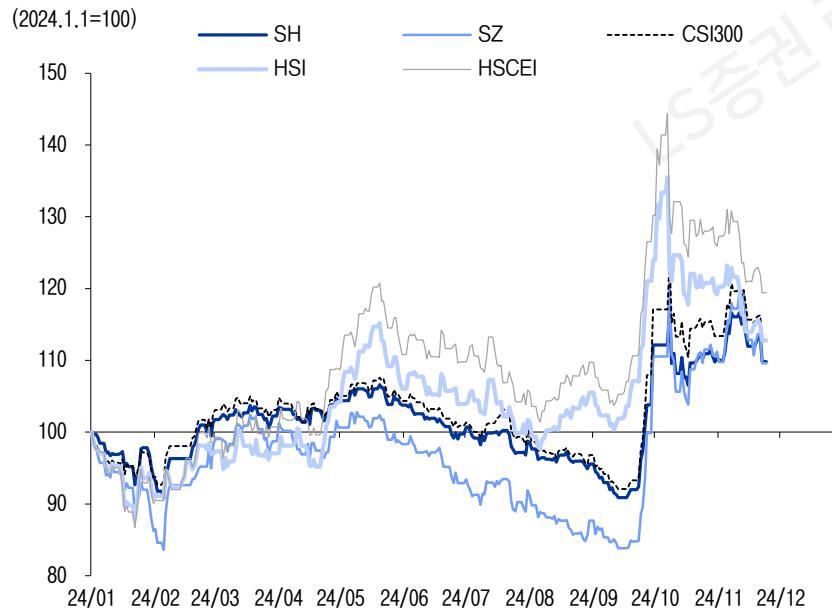
- 중국 증시 상승의 전제 조건은 이익보다 심리
- 중국 증시도 결국 이익의 함수다
- 본토대비 홍콩 증시의 업 사이드를 주목

2024년 중국 증시 Review: 실망감 vs. 기대감

● 4년째 반복되는 실망감과 기대감의 싸움

- 경기 회복 기대감으로 상승한 상반기. 경기 회복 지연에 따른 실망감으로 상승폭을 뺏어낸 3분기. 경기 회복 기대감으로 다시금 분위기 전환을 시도하는 4분기
- 도중에 정부의 개입이 여러 번 있었지만 4년 동안 추세 전환에는 실패
- 시진핑 정부의 공동부유론은 의도와 달리 부작용이 커고 제로코로나의 후유증은 예상보다 치명적
- 4년간 이어진 약세장으로 신뢰성 마저도 저하되면서 개인, 기업, 외국인들 모두 중국 시장에 대한 투자 심리 바닥
- 실망감과 기대감 간의 충돌이 장기간 반복되고 있지만, 정부는 선택지는 결국 하나. '심리' 정상화를 위해 지속적인 부양 불가피
- 뻔한 이야기일 수 있겠으나 추후에도 중국 증시 하단을 뒷받침하는 것은 정부 적극적인 움직임에 따른 심리 회복 여부

2024년 중국 주요 지수 추이



주: 11/22 기준

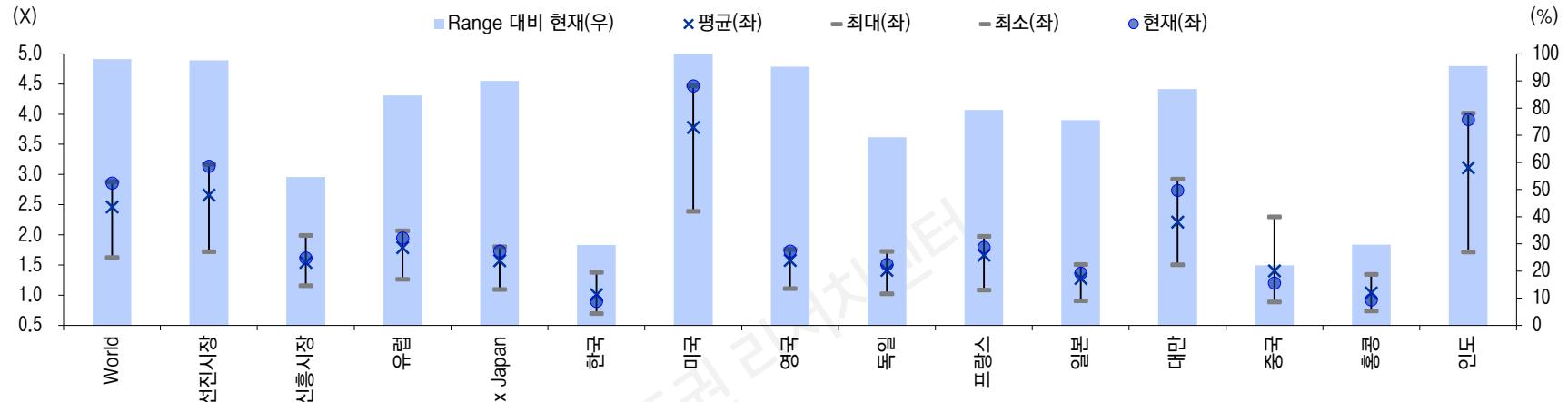
자료: 중국 통계국, Wind, LS증권 리서치센터

4년간의 약세장이 마무리되는 것인가?

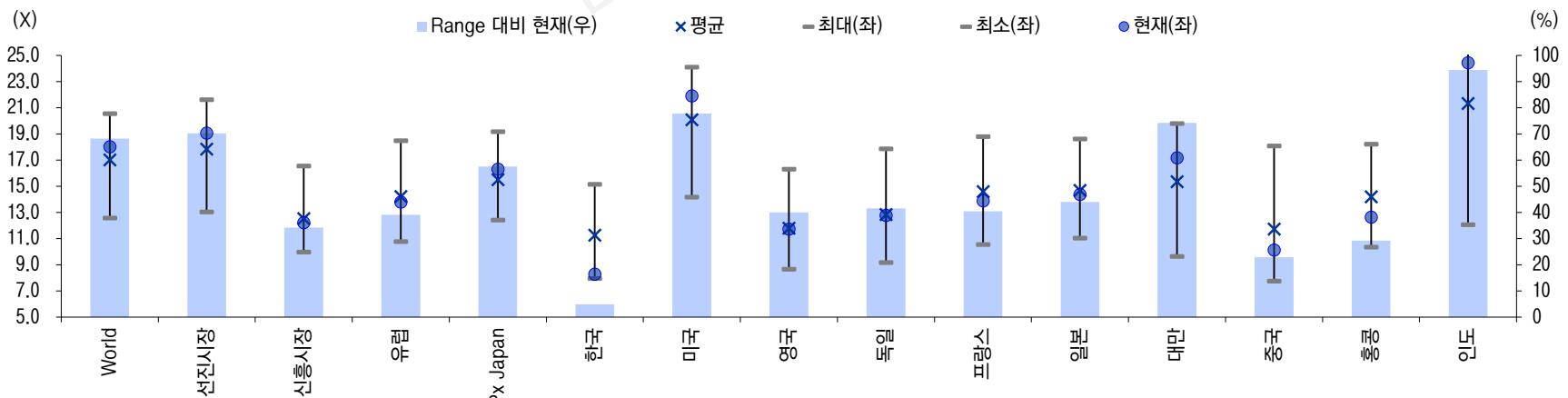


글로벌 주요 증시 멀티플. 저렴하긴 하지만...

과거 5년 TTM P/B



과거 5년 12MF P/E



밸류 메리트는 충분 조건일 뿐

● 과거 불 마켓 형성 전에 밸류 메리트가 높은 것은 맞지만…

- 36개월 Rolling P/E 백분위 추이를 살펴보면, 과거 불 마켓 형성 전에는 밸류에이션 매력은 높았음
- 다만, 추세 전환이 아닌 일시적 반등으로 그치는 경험도 존재. 특히, 최근 4년간 중국 증시의 약세장을 통해서 체감 가능
- 현재 주요국 대비 해서도 중국 증시의 밸류 메리트가 여전한 건 맞지만, 이는 증시 반등의 충분 조건으로의 해석에 그칠 뿐
- 밸류 메리트만으로는 중국 증시가 매력적이다라고 판단하기엔 제한적

밸류 메리트는 충분 조건일 뿐



주: 11/21 기준

자료: 중국 통계국, Wind, LS증권 리서치센터

지금 중국 증시에서 가장 중요한 것은 심리

● 심리 전환을 위한 트리거가 필요하다

- 자산 가격의 하락으로 중국의 심리 지표들은 일제히 추락
- 과거 강세장의 공통점은 경기지표 및 이익 개선이 아닌 심리 개선을 위한 트리거가 명확했음
- 1) 대규모 경기 부양책 2) 적극적인 M&A 3) 공급사이드 개혁 4) 2019년 무역 합의 기대감 5) 코로나19 극복 + 유동성 장세 등이 트리거로 작용
- 이번 사이클에서는 '9/24 부양 패키지'가 트리거로 작용된 것으로 판단

증시 반등의 전제 조건은 심리 회복 트리거 작동 여부

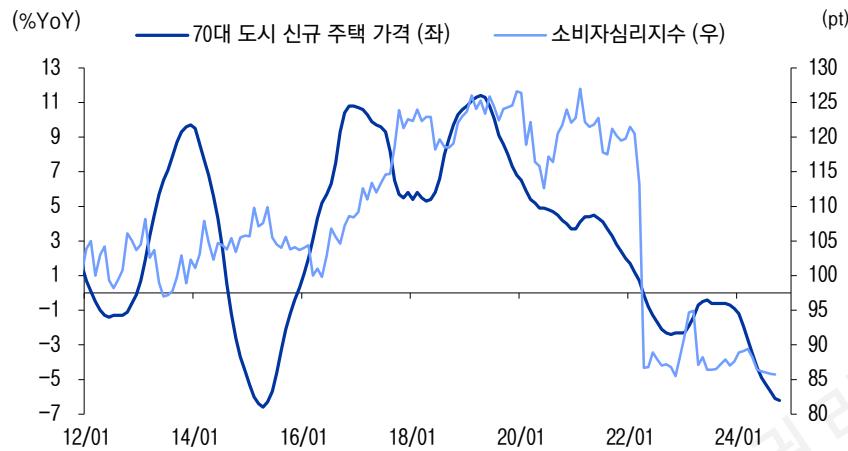


주: 11/11 기준

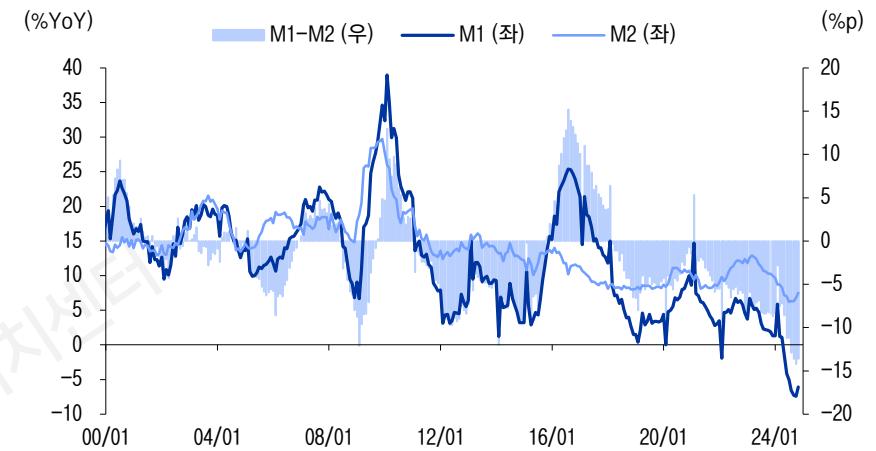
자료: 중국 통계국, Wind, LS증권 리서치센터

무너진 심리가 증시를 억누르고 있었다

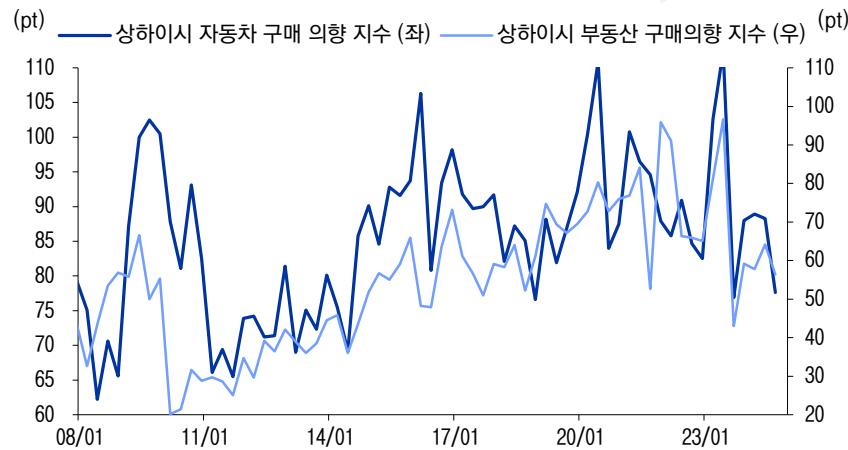
자산 가격 추락으로 소비자 심리 바닥



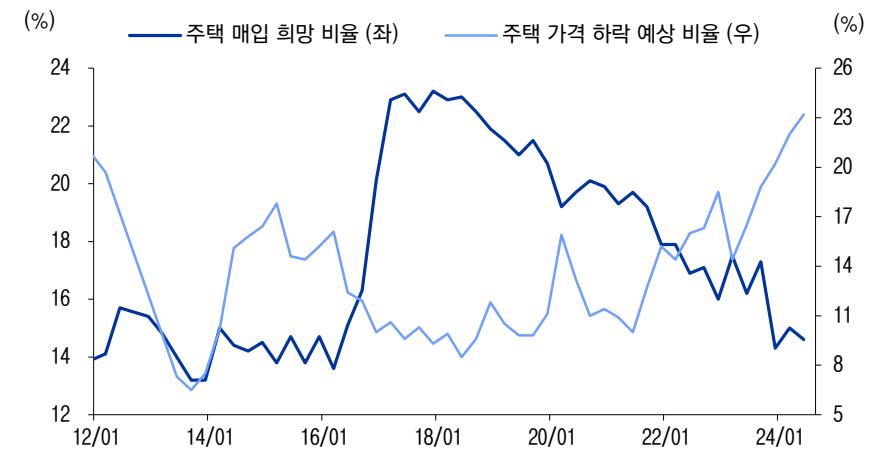
경기에 대한 불안으로 기업들의 심리(M1) 바닥



소비력이 우수한 상하이시 마저도 심리 회복 지연



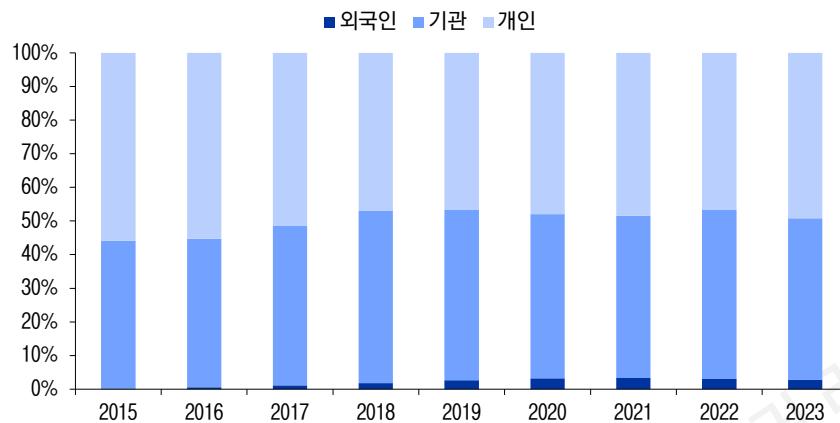
오늘보다 내일이 더 저렴할 것이라 생각하는 중국인들



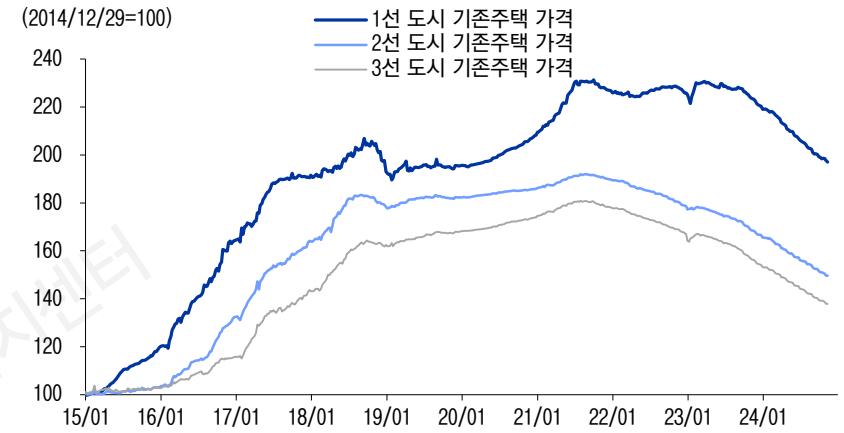
자료: 중국 통계국, 인민은행, Wind, LS증권 리서치센터

특히, 개인들의 심리가 가장 중요하다

중국 증시는 개인 수급이 주도



자산 가격 하락으로 개인들 심리 추락



주식 상승을 위해서는 심리 개선이 필수



자료: 중국 통계국, 인민은행, Wind, LS증권 리서치센터

주식 상승을 위한 유동 자금 활성화 정책이 여전히 필요



LS Securities Research 34

'9/24 부양 패키지'가 트리거로 작용했다

● 목표 사수를 위한 정부의 움직임 본격화

- 9/24 오전, 경기 부양의 시급성을 인지한 중국 금융당국이 하드랜딩을 방어하기 위한 대규모 부양 패키지를 발표
- 시장에서 미리 예상했던 지급준비율 인하 및 기준금리 인하 외에도 인민은행이 주식 시장 부양을 위한 조치까지 동원한 점이 서프라이즈 요인으로 작용
- 중국 증시는 장기간의 낙폭을 단기간 만회 시도. 중국 시장에 대한 분위기 역시도 비관론에서 낙관론으로 서서히 이동 중
- 다만, '9/24 부양 패키지'는 실물경기 보다는 주식시장에 대한 부양 강도가 강했던 것으로 판단
- 즉, 경기 펀더멘털 개선을 위한 추가적인 부양책은 여전히 요구되는 상황

9/24 이후 개좌 개설 수 급증

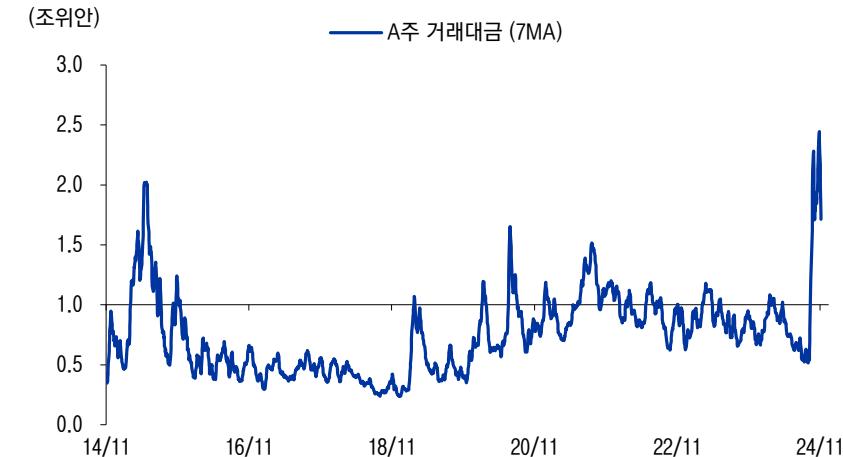


9/24 이후 시장 분위기는 비관론에서 낙관론으로 이동



자료: 중국 통계국, Wind, LS증권 리서치센터

거래대금은 1조위안 상회 지속



인민은행의 새로운 증시 부양책

● 중국판 밸류업 프로그램 국9조(4월) 이후, 新 증시 부양책 마련

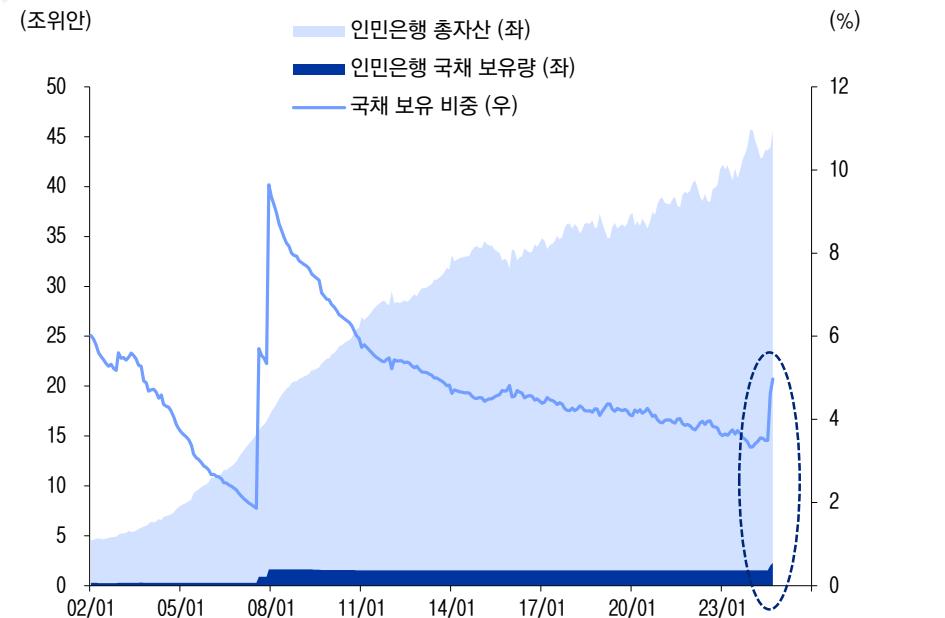
- 9/24 부양 패키지에서 예고된 바와 같이, 인민은행은 증시 부양을 위한 증권사, 운용사, 보험사 유동성 스왑 조치(SFISF) 마련
 - 9월말 기준, 인민은행이 보유한 국채 규모는 2.26조위안. 참고로 중국증시 전체 시가 총액은 95.6조위안
 - 인민은행이 초기에 설정한 SFISF 규모는 최대 5,000억위안이었으나, 필요 시 충분히 추가 집행 가능하다 언급한 바 있음
 - SFISF 정책은 추후에도 인민은행으로 하여금 적극적인 국채 매매를 유도할 부분. 주식 시장에 대한 유동성 투입 기대감↑

8/30, 인민은행 2008년 이후 첫 국채 매매



자료: 인민은행, Wind, LS증권 리서치센터

9월말 기준, 인민은행 국채 보유량 2.26조위안



달라진 시진핑. 시급성을 인지하기 시작했다

● 이례적이었던 9월 정치국회의

- 9/26 오후, 시진핑 주석 주재로 개최된 9월 중국 공산당 중앙 정치국회의 회의록 공개
- 중앙 정치국회의는 월 단위로 개최되는 회의이나, 일반적으로 경제/정책을 다루는 회의는 4월, 7월, 11월로 나머지 기간의 회의는 중요도가 상대적으로 낮음
- 다만, 시진핑 주석은 이례적으로 이번 9월 회의를 통해서 추가적인 경기 부양의 시급성을 인지하며 올해 경제성장 목표를 완수할 것을 강조
- 대부분의 내용은 9/24 부양 패키지와 부합. 올해 시간이 얼마 남지 않은 상황에서 GDP 성장을 목표치(+5%) 달성에 경고음이 발생하자 위험성을 감지한 정부가 긴급 진화에 나선 것

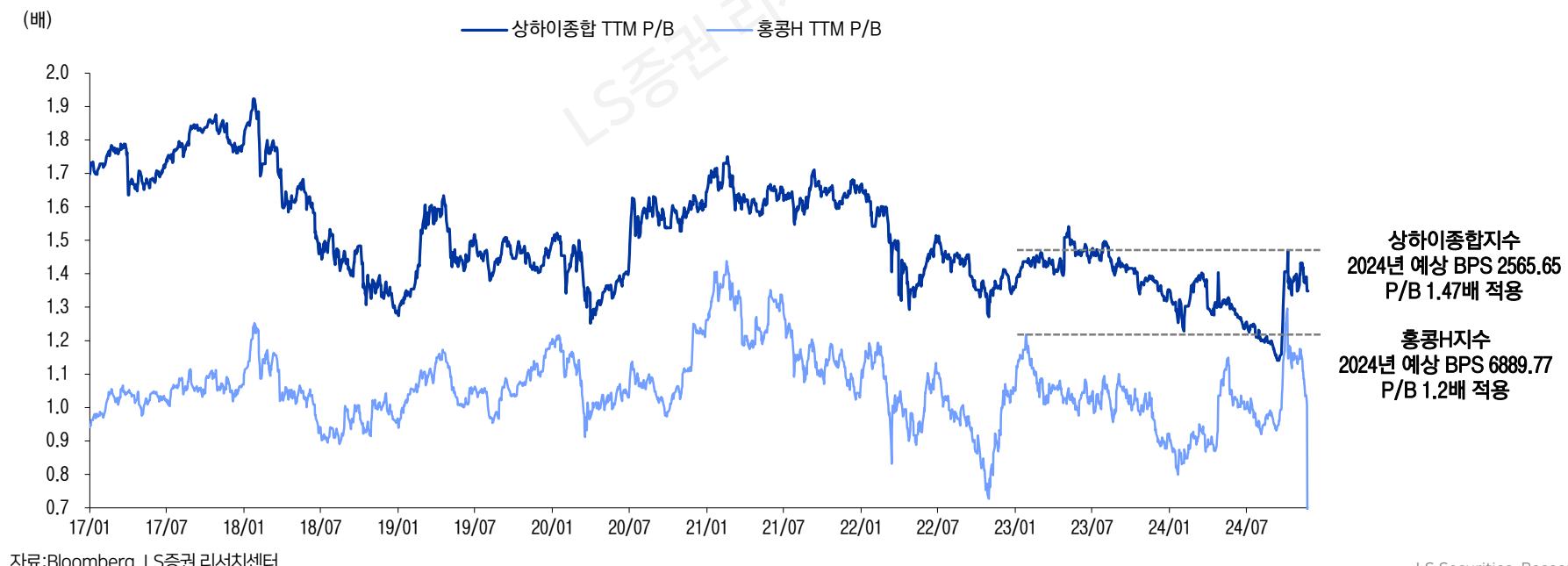
구분	9월 정치국회의 주요 내용
통화 정책	<ul style="list-style-type: none">■ 강력한 재정정책과 통화정책을 통한 역주기 조절 강화■ 필수적인 재정재출 집행 보장■ 초장기 특별국채와 지방정부 특수채를 통한 정부투자 기능 발휘■ 지급준비율 인하와 금리 인하 추진
부동산	<ul style="list-style-type: none">■ 부동산 경기의 추가적 하강 방지■ 신규 주택 건설을 정부의 엄격한 통제하에 추진■ '화이트 리스트'에 포함된 부동산 기업에 대한 대출 지원 확대■ 유유 토지 활성화 지원■ 주택 구매 제한 규제 완화 예고■ 기존 주담대 금리 인하■ 토지, 조세, 금융 정책 보완을 통한 부동산 경기의 새로운 성장 모델 구축
소비 및 민생 복지	<ul style="list-style-type: none">■ 저소득층의 소득 증진 주력■ 소비 구조 개선■ 대졸생, 농민공, 빈곤층, 無취업 가정, 고령층, 장애인에 대한 취업 지원 강화■ 식품, 수도, 전기, 가스 등 필수품에 대한 가격 안정 및 공급 보장■ 식량 및 농산품 생산 보장
자본 시장	<ul style="list-style-type: none">■ 경연난을 겪고 있는 기업에 대한 지원 확대■ 자본시장 활성화를 위한 중장기 자금 유치 확대■ 중장기 자금 유입에 발생되는 장애물 제거■ 상장사의 M&A 지원■ 중소형 투자자를 위한 보호 정책 수립■ 외자 유치 확대를 위한 제도 개선

2025년 중국 증시, 결국 중요한 건 이익

● 2025년 중국 증시 Target: 상하이종합지수 3,770pt, 홍콩H지수 8,260pt

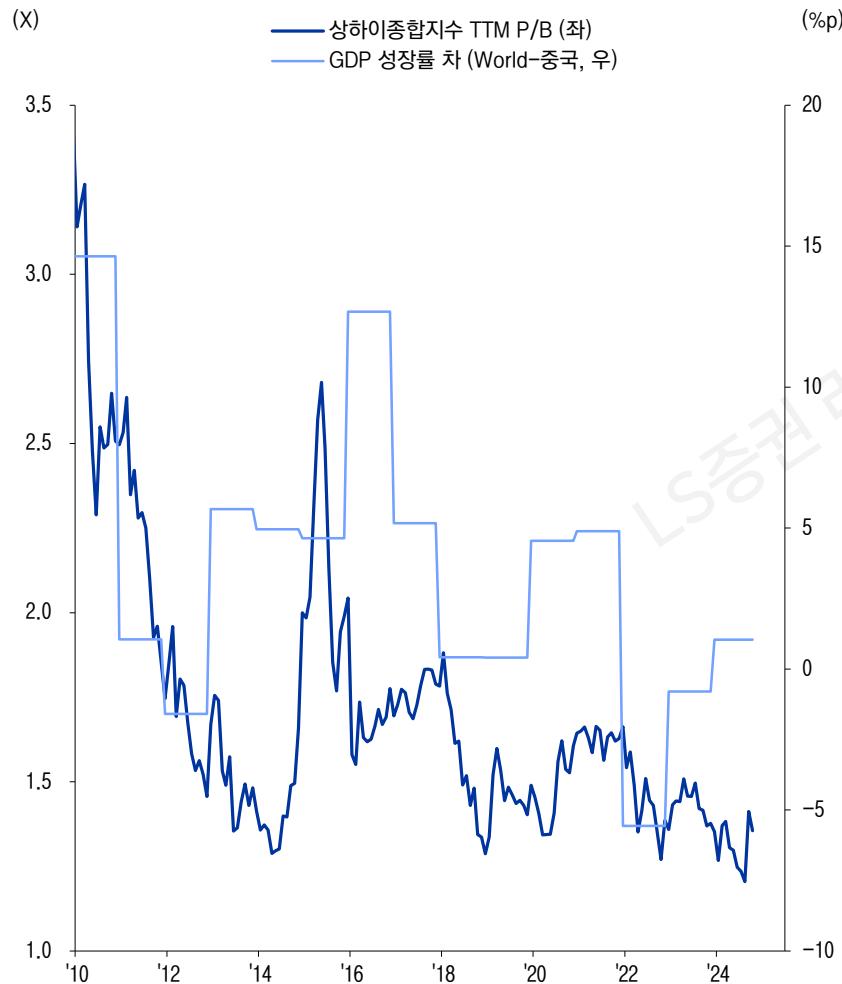
- 지난 하반기 전략 자료 <G2 전략: 다른 처지의 두 국가>에서 주장한 바와 같이, 상하이종합지수랑 홍콩H지수 모두 기대감으로 상승하면서 2023년 리오프닝 고점 멀티플 부근 터치 성공. 중국 정부의 개입이 트리거로 작용한 것으로 보여지나 추세 전환으로 이어지기에는 제한적. 이유는 중국 증시도 결국 이익의 함수이기 때문
- 상하이종합지수는 이익 bottom out이 예상되나 지속 가능성 측면에서는 모호하여 추가적인 멀티플 상승이 제한적
- 홍콩H는 본토와 달리 이익 개선세가 뚜렷하며, 트럼프 리스크에도 노출될 벤류 수준이 아닌 것으로 판단. 다만, 주요국 지수와 비교했을 때 시장 효율성이 결여됐다는 점에서 증시의 상단은 제한적일 것

멀티플 상승은 한계가 있다. 결국 중요한 건 이익



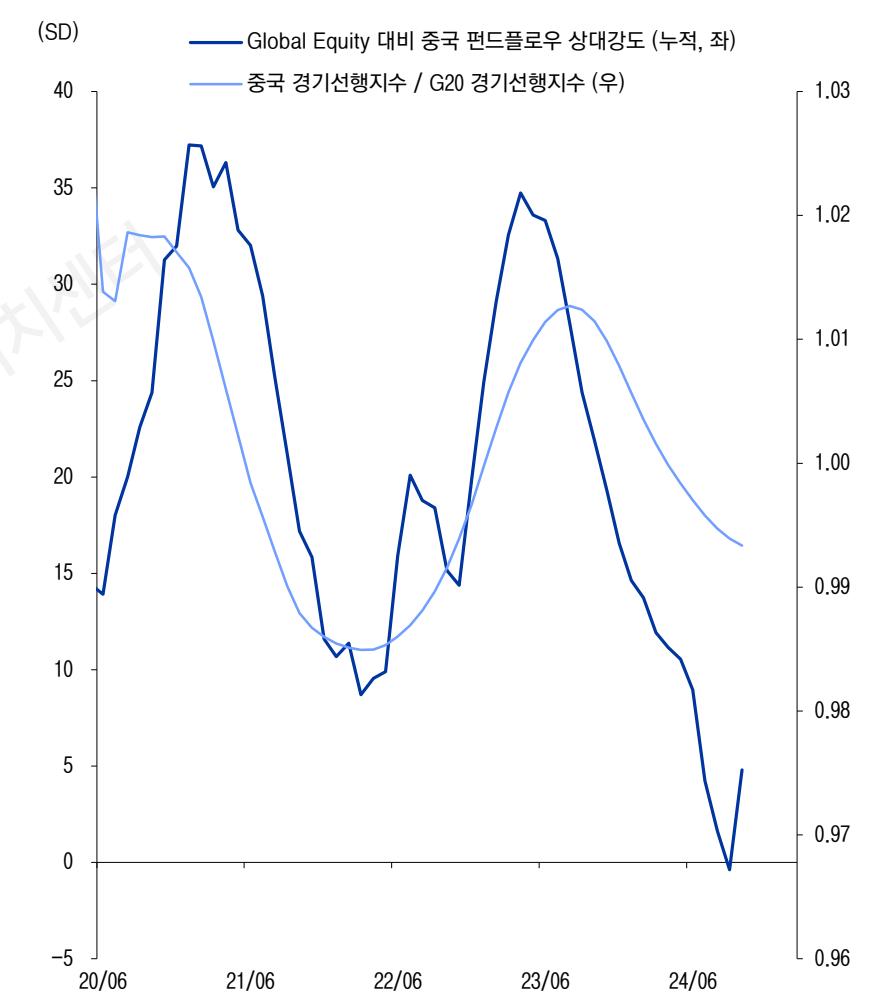
2025년 중국 증시, 결국 중요한 건 이익

장기적으로 저성장이 맞지만, 중국과 글로벌 정책은 디커플링



자료:Bloomberg, LS증권 리서치센터

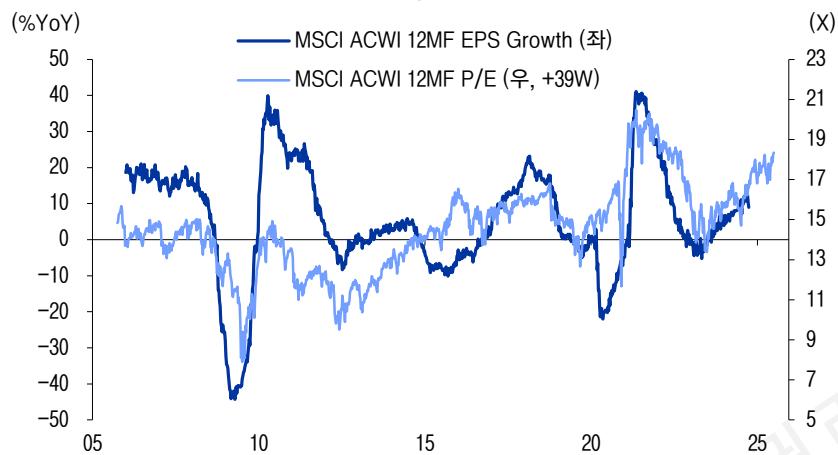
상대적 경기 모멘텀 기대는 자금 유입으로 연결



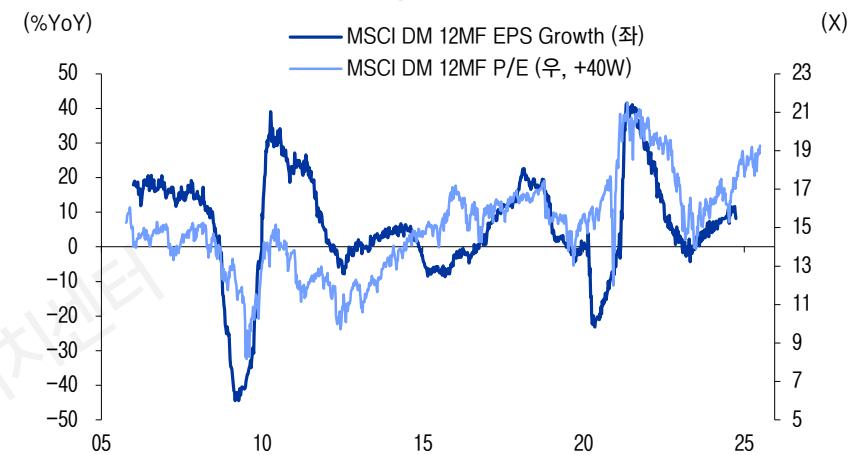
LS Securities Research 39

중국은 시장의 효율성을 반영 중인가?

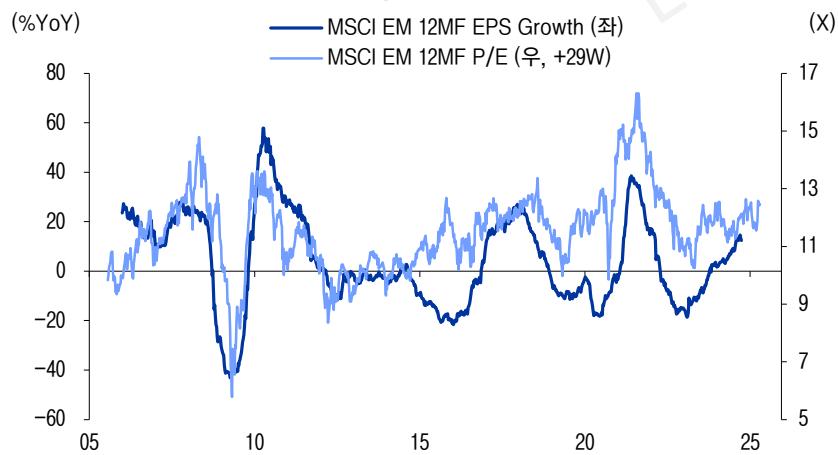
MSCI ACWI EPS Growth vs. P/E



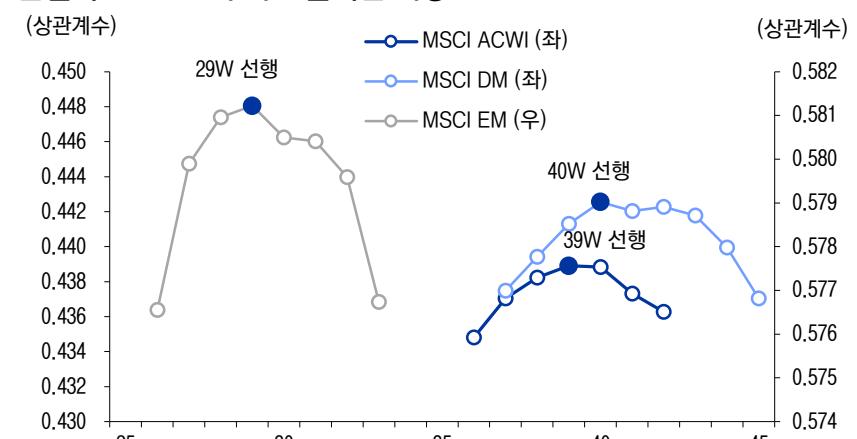
MSCI DM EPS Growth vs. P/E



MSCI EM EPS Growth vs. P/E

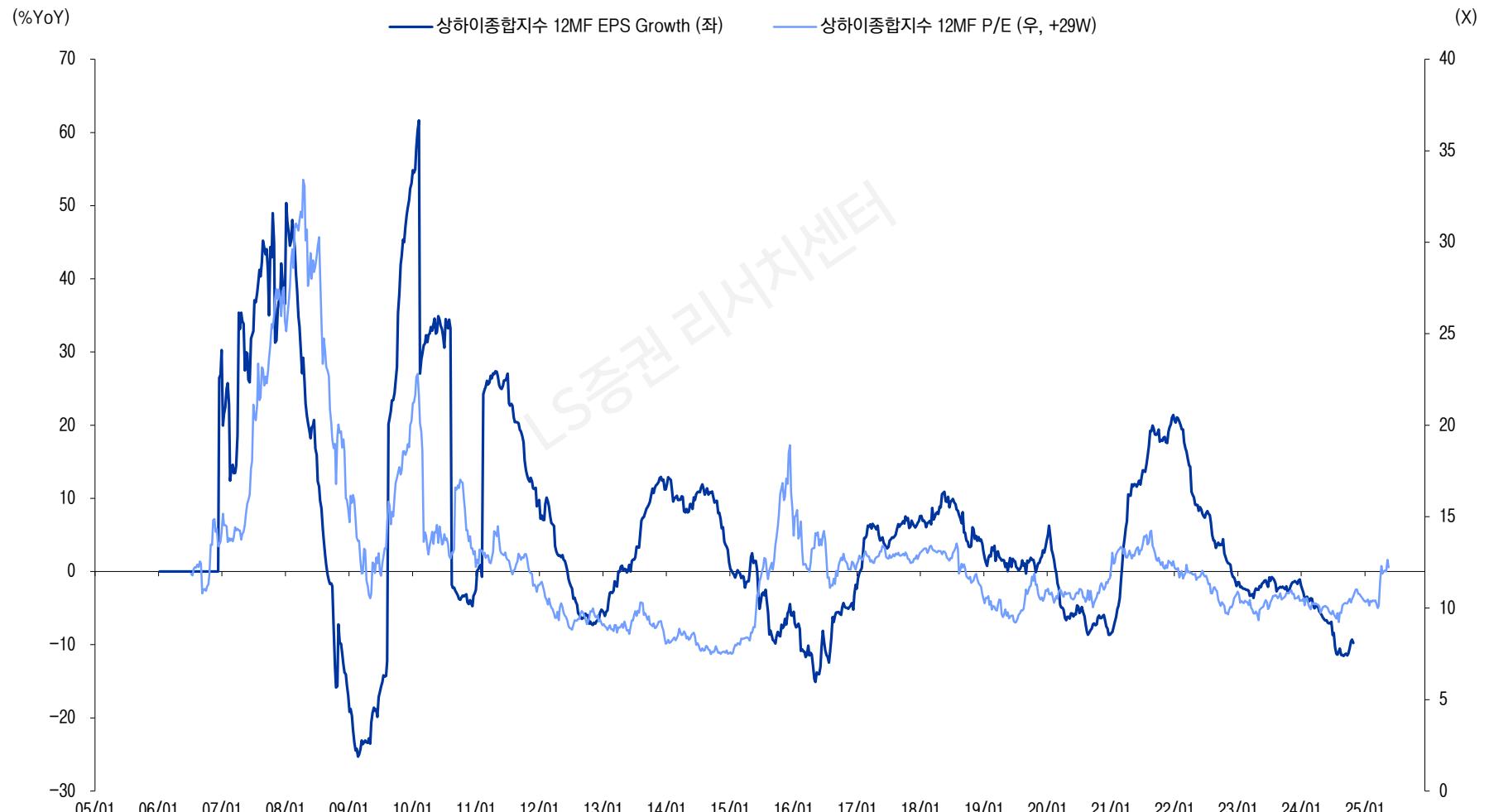


본질적으로 DM이 더 효율적인 시장



비효율적인 시장. 그래도 이익의 함수다

DM보단 느리지만 이익 개선을 반영하고 있다

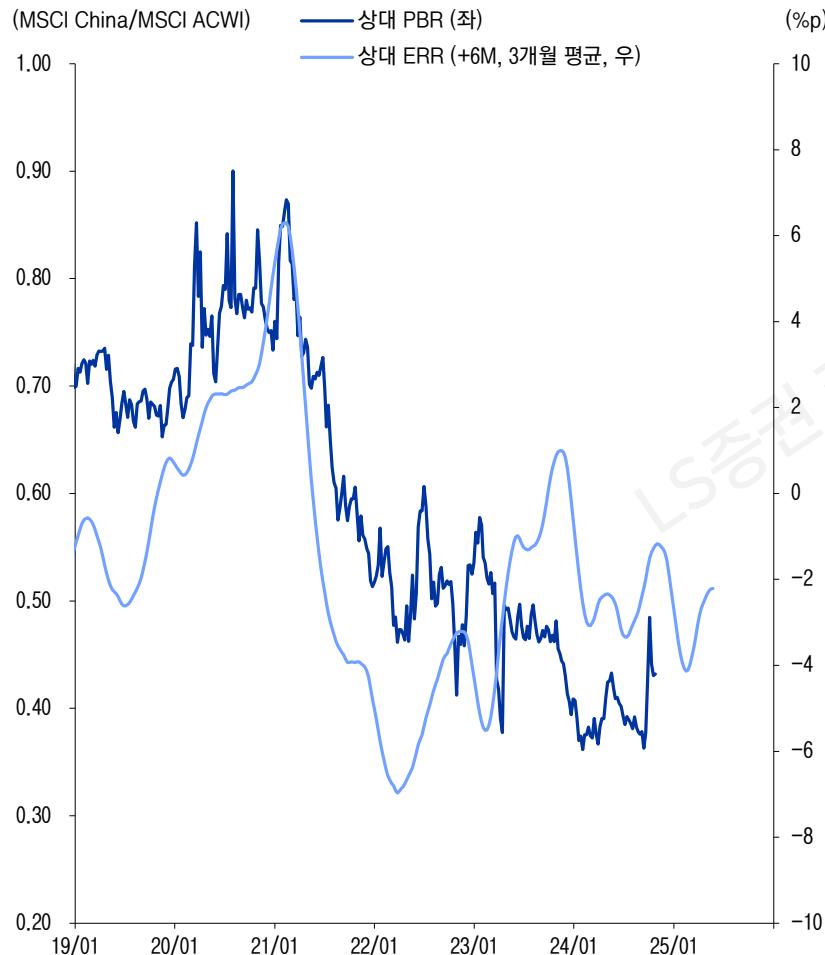


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

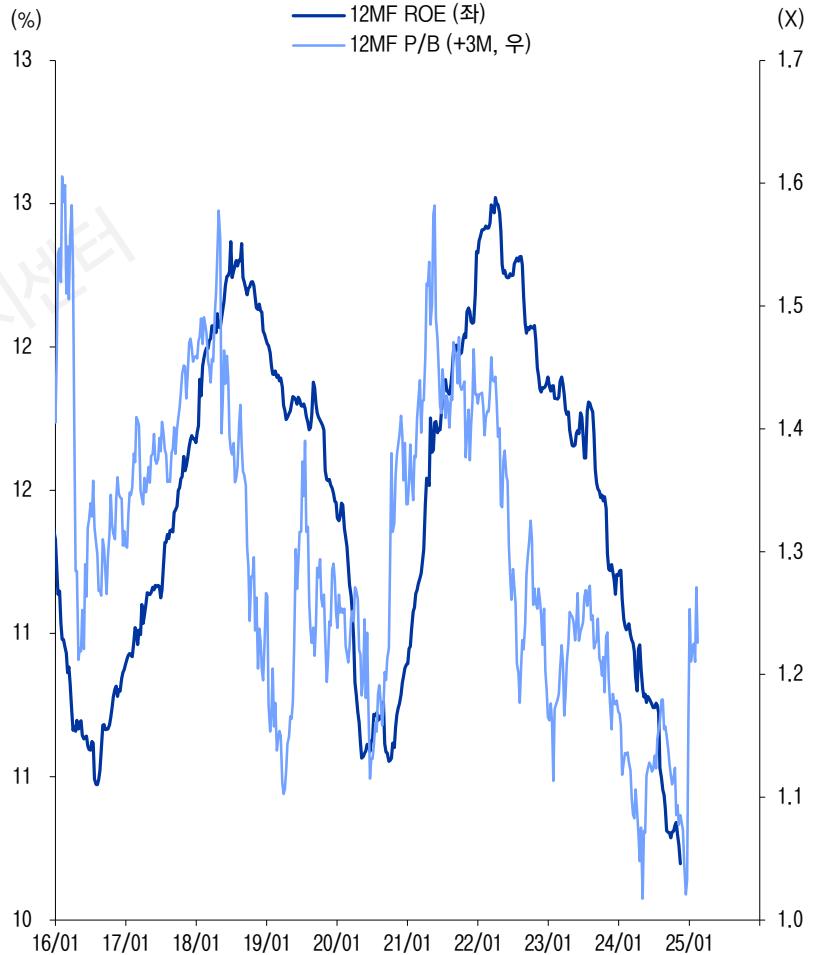
LS Securities Research 41

밸류 Bottom-out을 시사하는 지표들

상대 ERR은 중국 증시 상대적 디스카운트 Bottom-out을 암시



ROE도 밸류 반등에 이어 상향조정 될 가능성

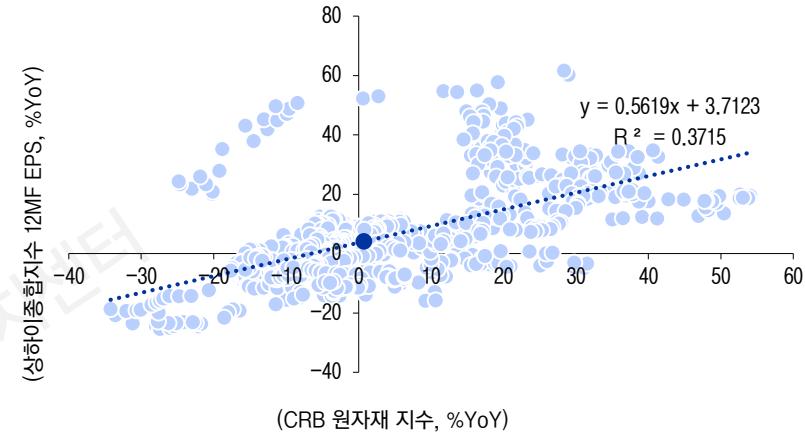


이익 증가율 Bottom-out을 암시하는 지표들

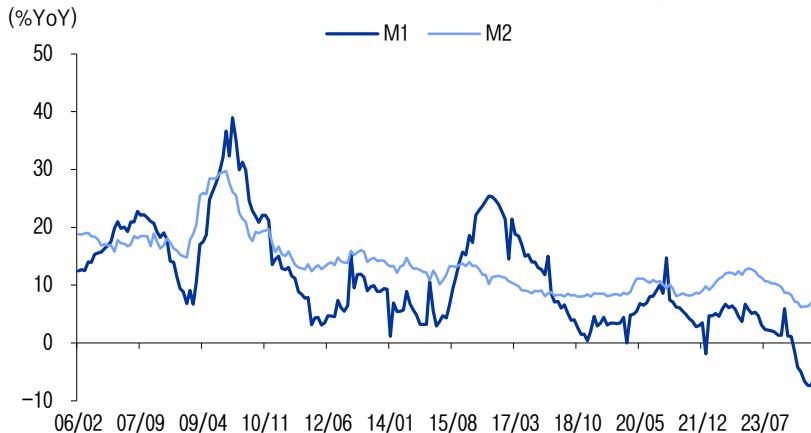
CRB 원자재 지수 상승전환, 다만 이익과 디커플링 발생



원자재 지수는 내년 상반기 본토 이익 증가율 (+) 전환 시사



M2 대비 부진한 M1. 이는 기업의 심리 위축 시사



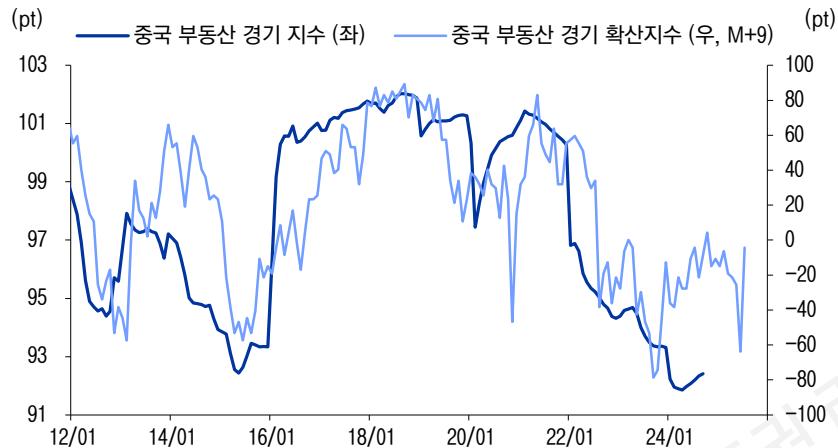
다만, 바닥 확인은 밸류 Bottom-out 지지



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

부동산 경기 측면에서도 마찬가지

중국 부동산 경기, 바닥 통과 확인

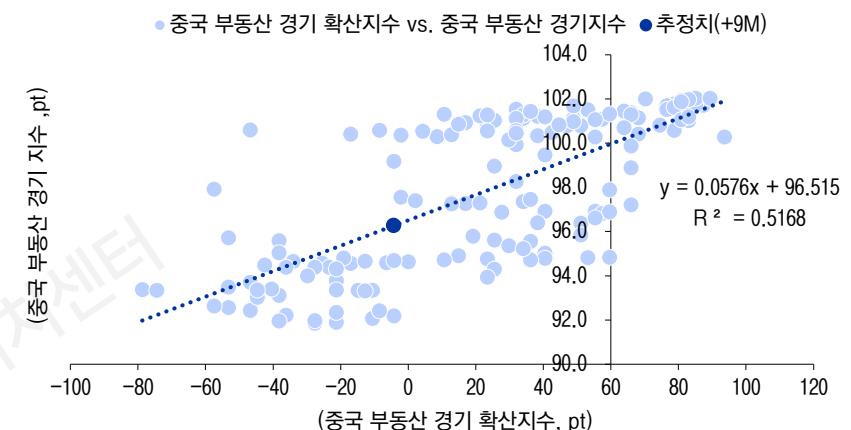


부동산 경기 Bottom-out은 곧 이익 증가율의 Bottom-out

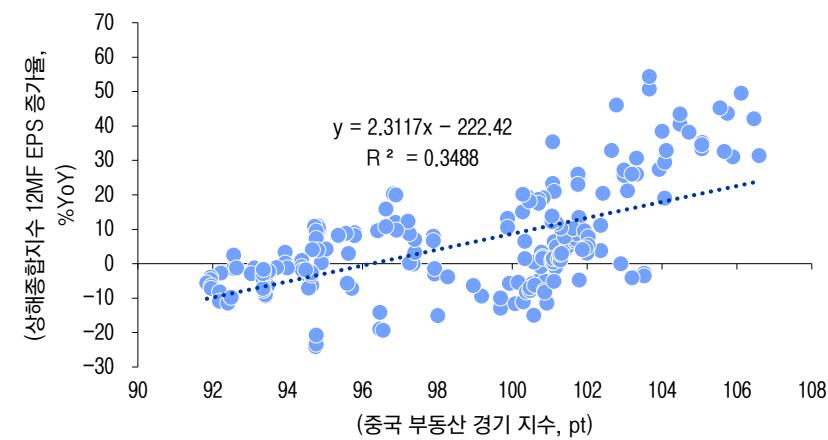


자료: Bloomberg, Wind, LS증권 리서치센터

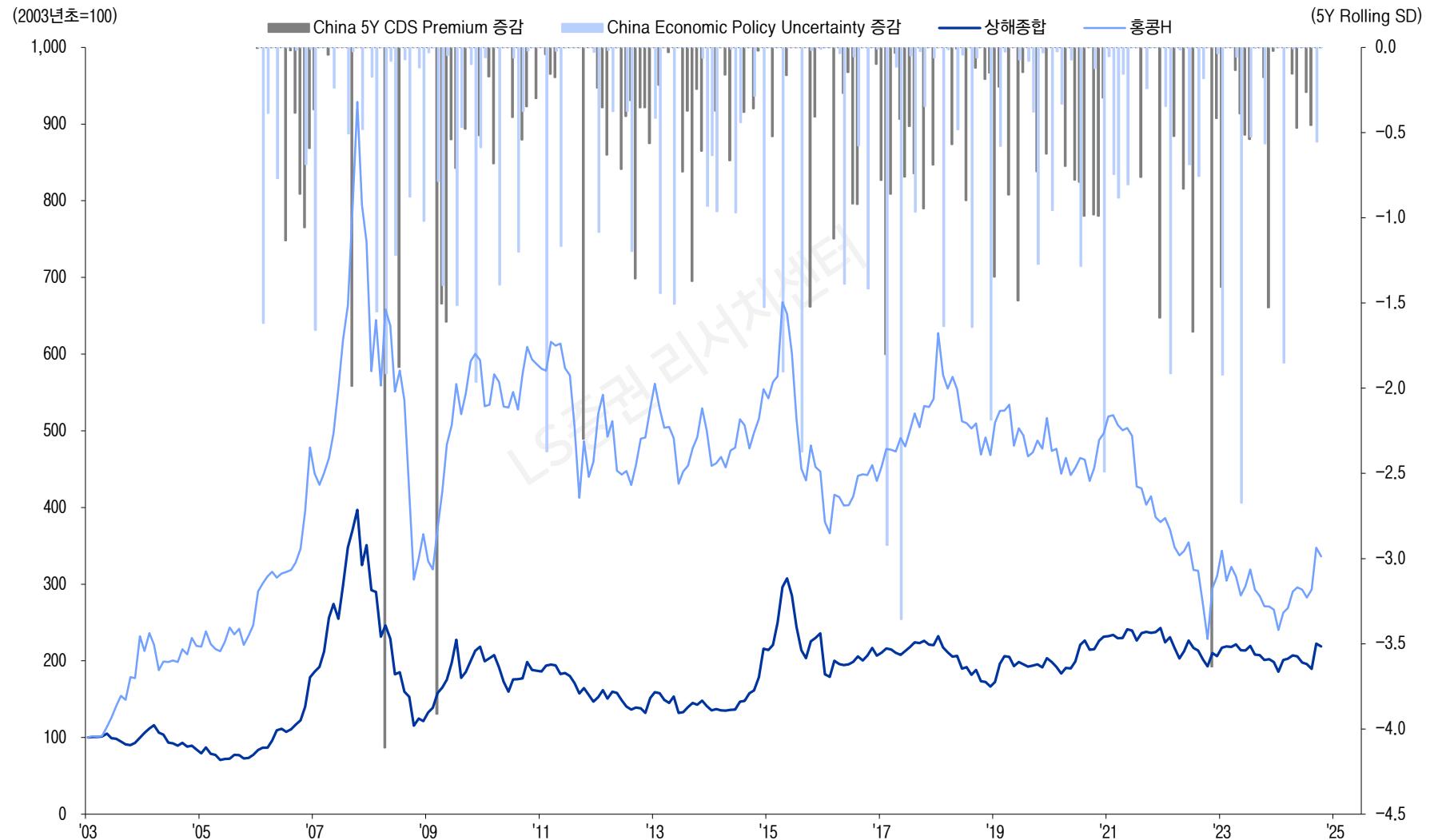
부동산 경기 지수 vs. 부동산 경기 확산지수 산포도



부동산 경기 지수 vs. 상하이종합 이익 증가율 산포도



정책 모멘텀이 지속될 필요

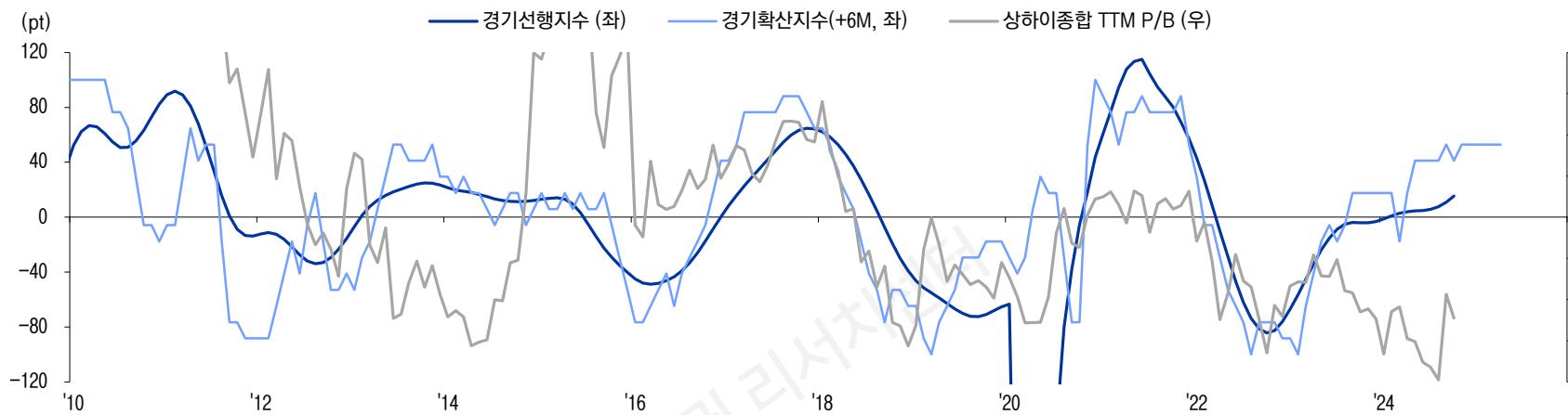


자료: Bloomberg, LSEG, LS증권 리서치센터

LS Securities Research 45

중국 수출. 변수가 될 트럼프

사이클 상으로는 긍정적이지만, 중국에게는 트럼프가 변수



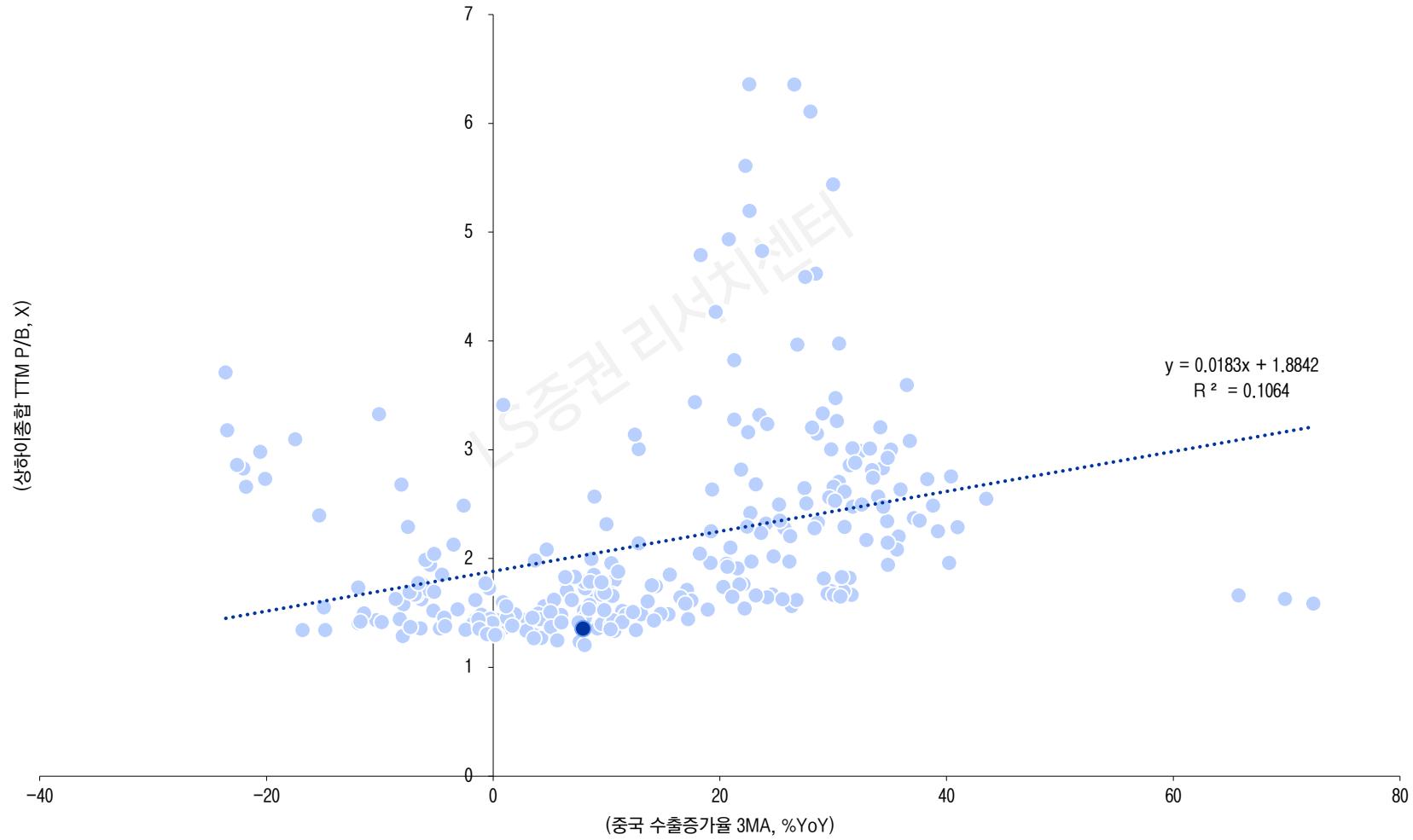
그러나 밸류 상 수출에 민감할 레벨은 아니다



자료: OECD, Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS Securities Research 46

수출에 민감할 레벨이 아닌 현재 멀티플

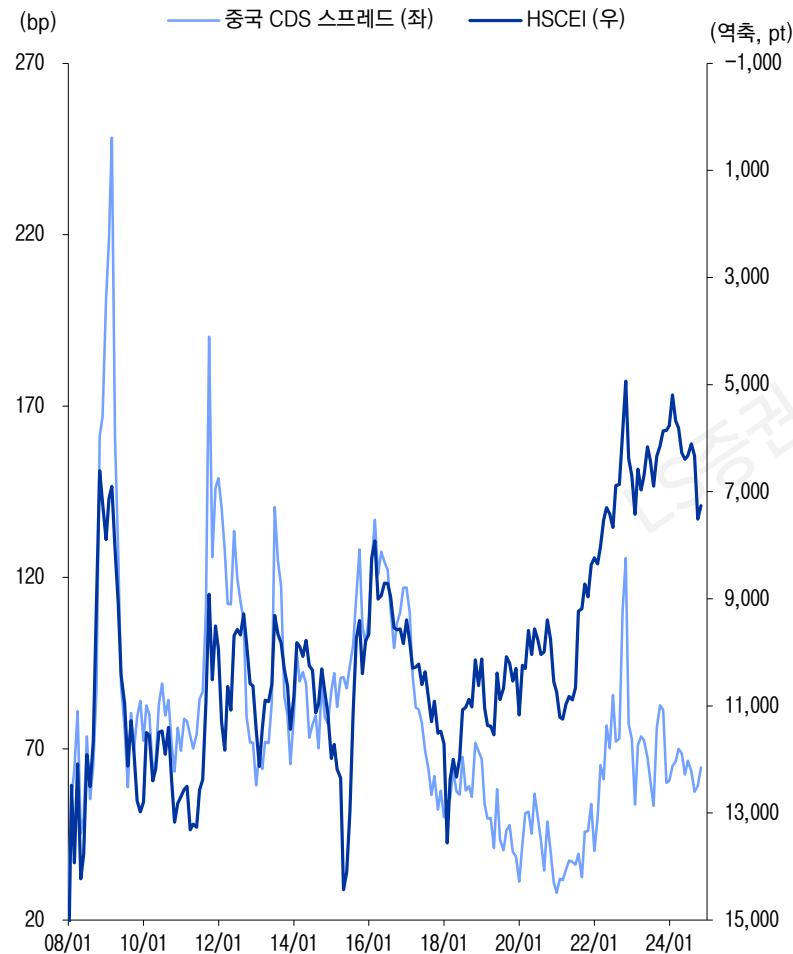


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

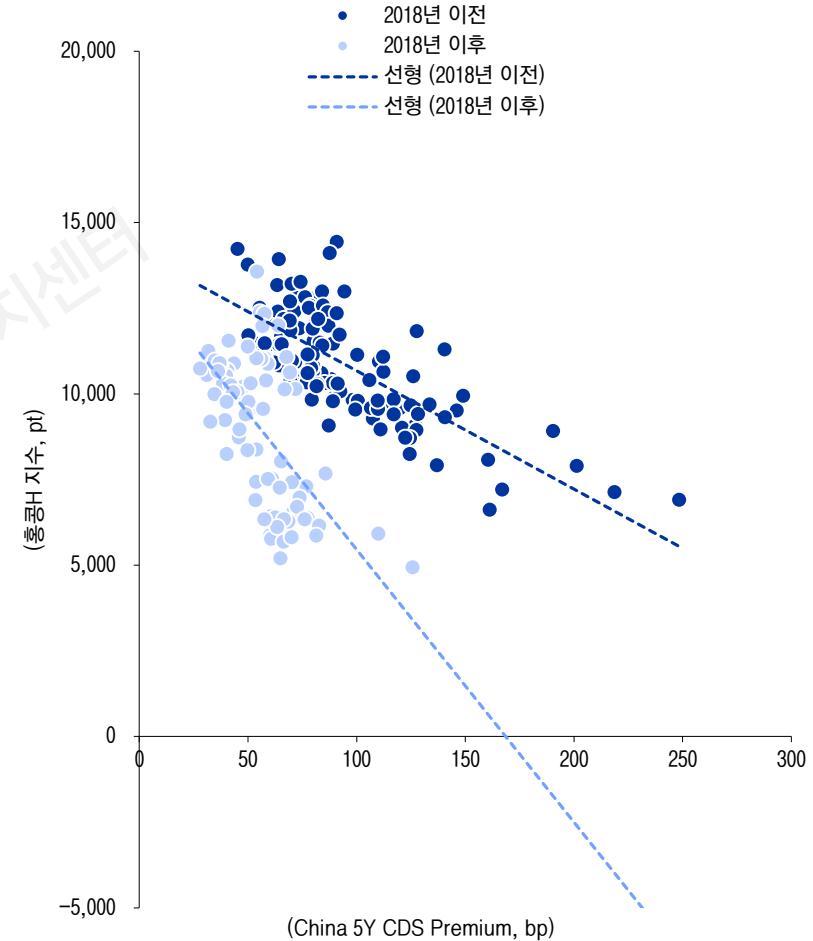
LS Securities Research 47

홍콩, CDS 스프레드 축소에도 본토 대비 디스카운트 여전

CDS 프리미엄에 탄력적인 홍콩 증시



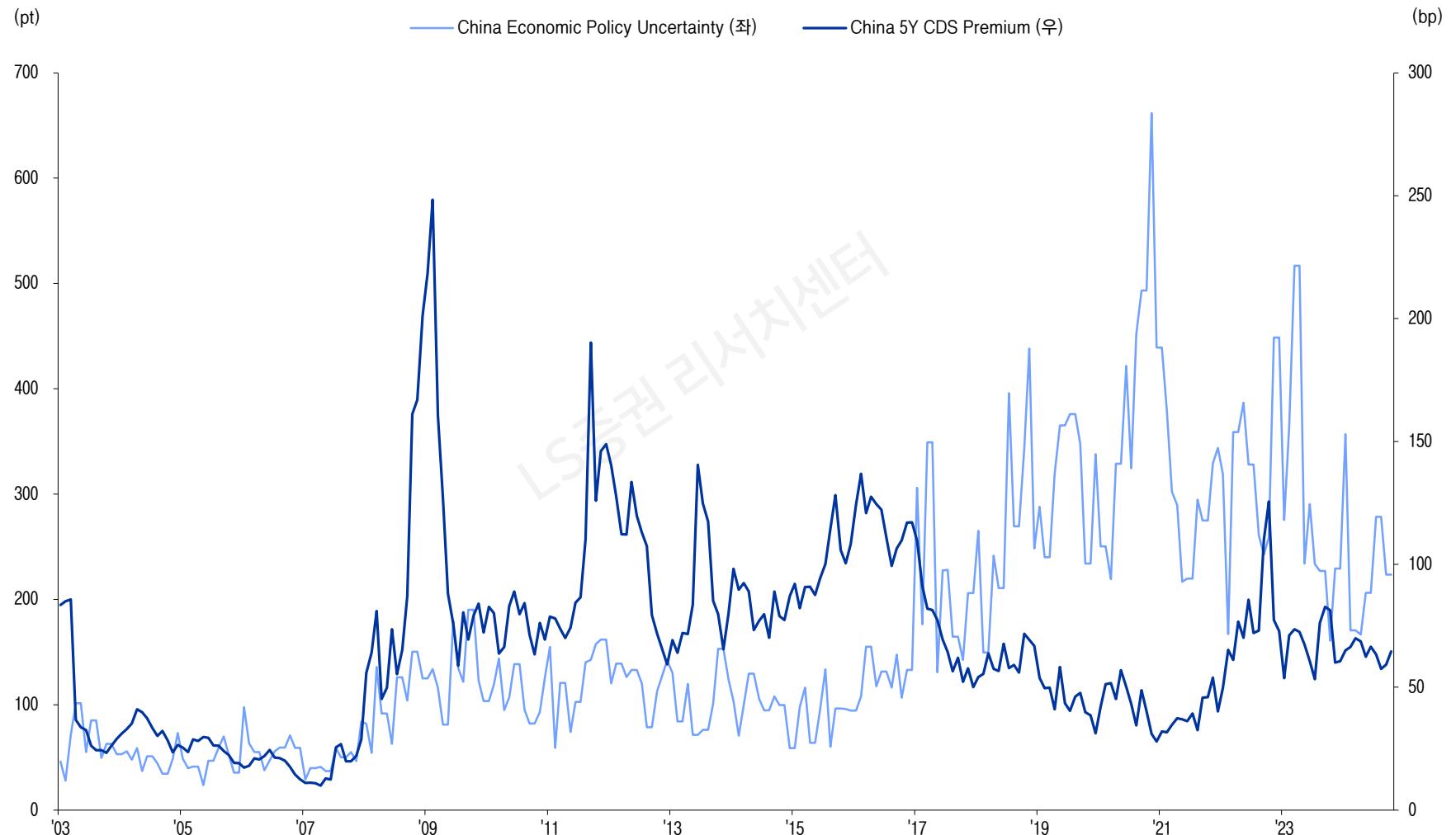
2018년(미중무역전쟁) 이후 민감도는 더 높아짐



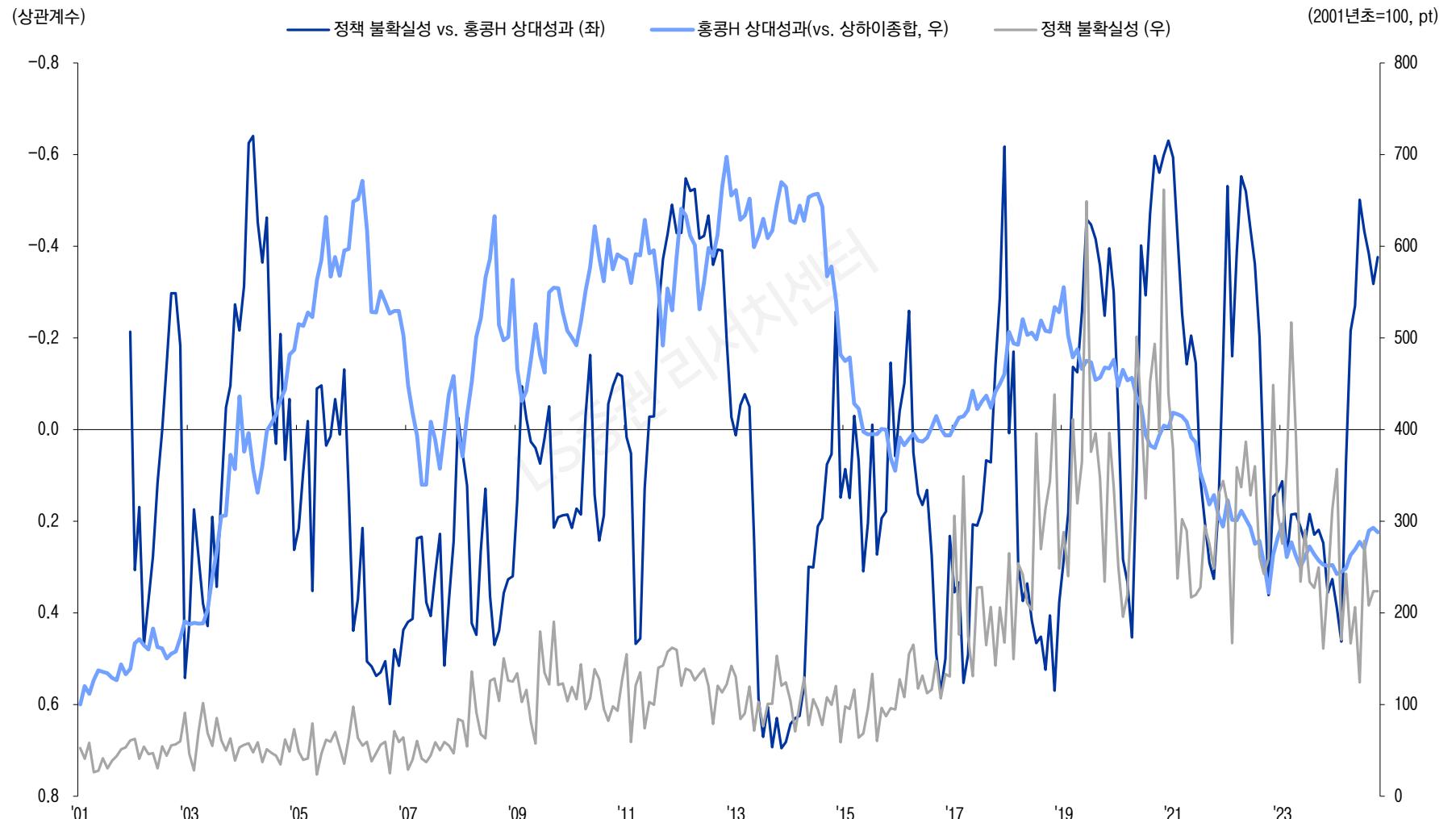
자료: LSEG, LS증권 리서치센터

LS Securities Research 48

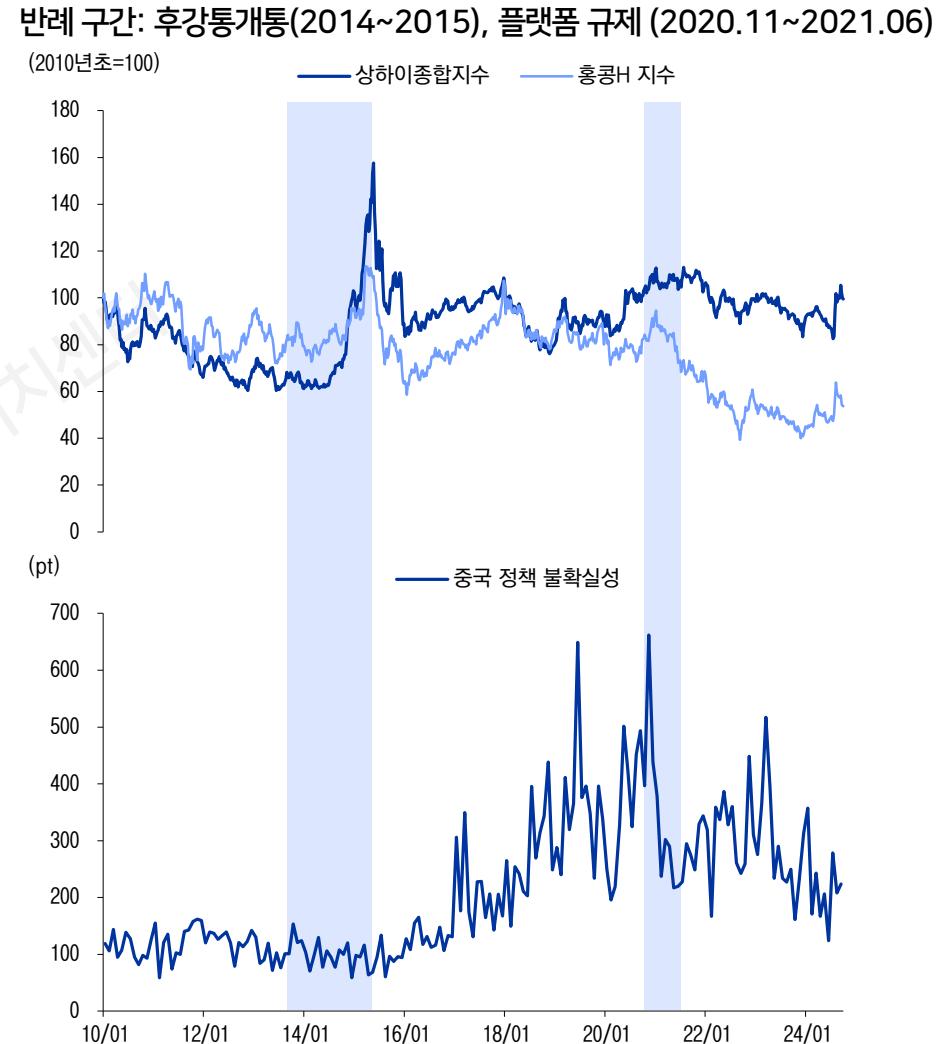
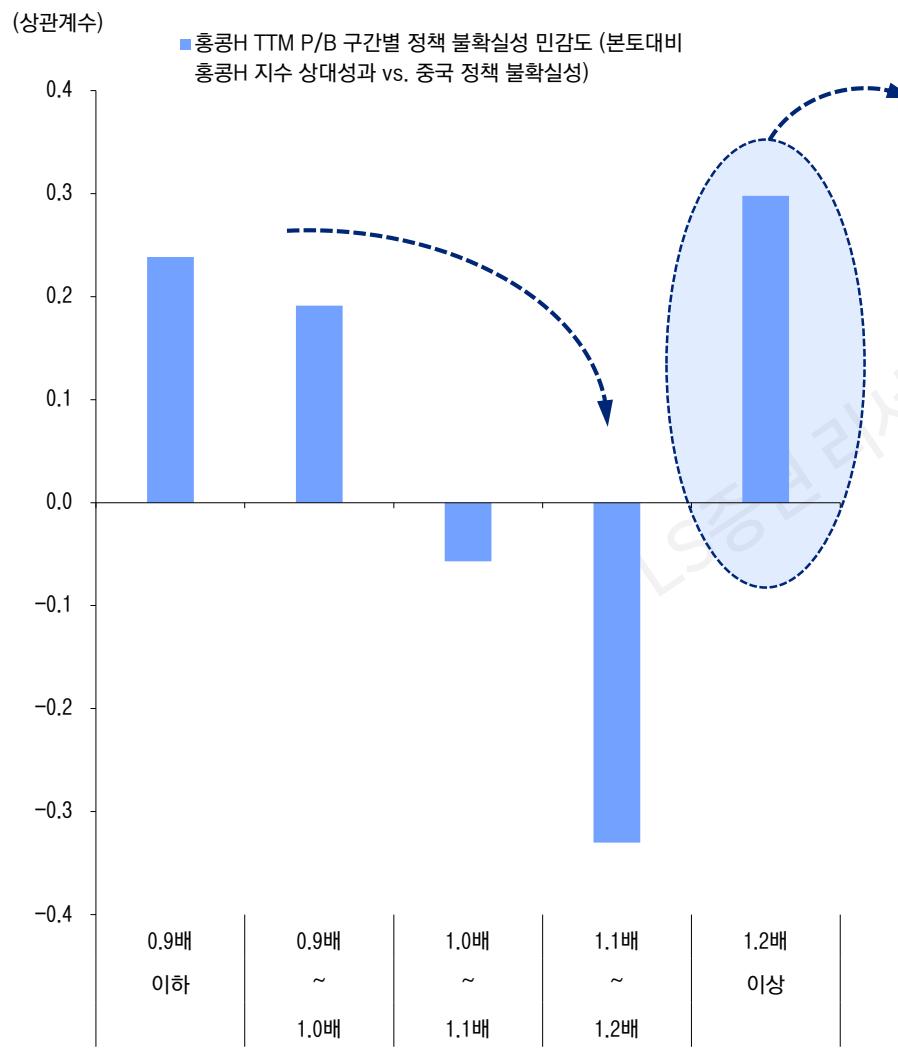
2018년부터 정책 불확실성이 증가한 영향



트럼프의 귀환은 리스크 요인이지만...

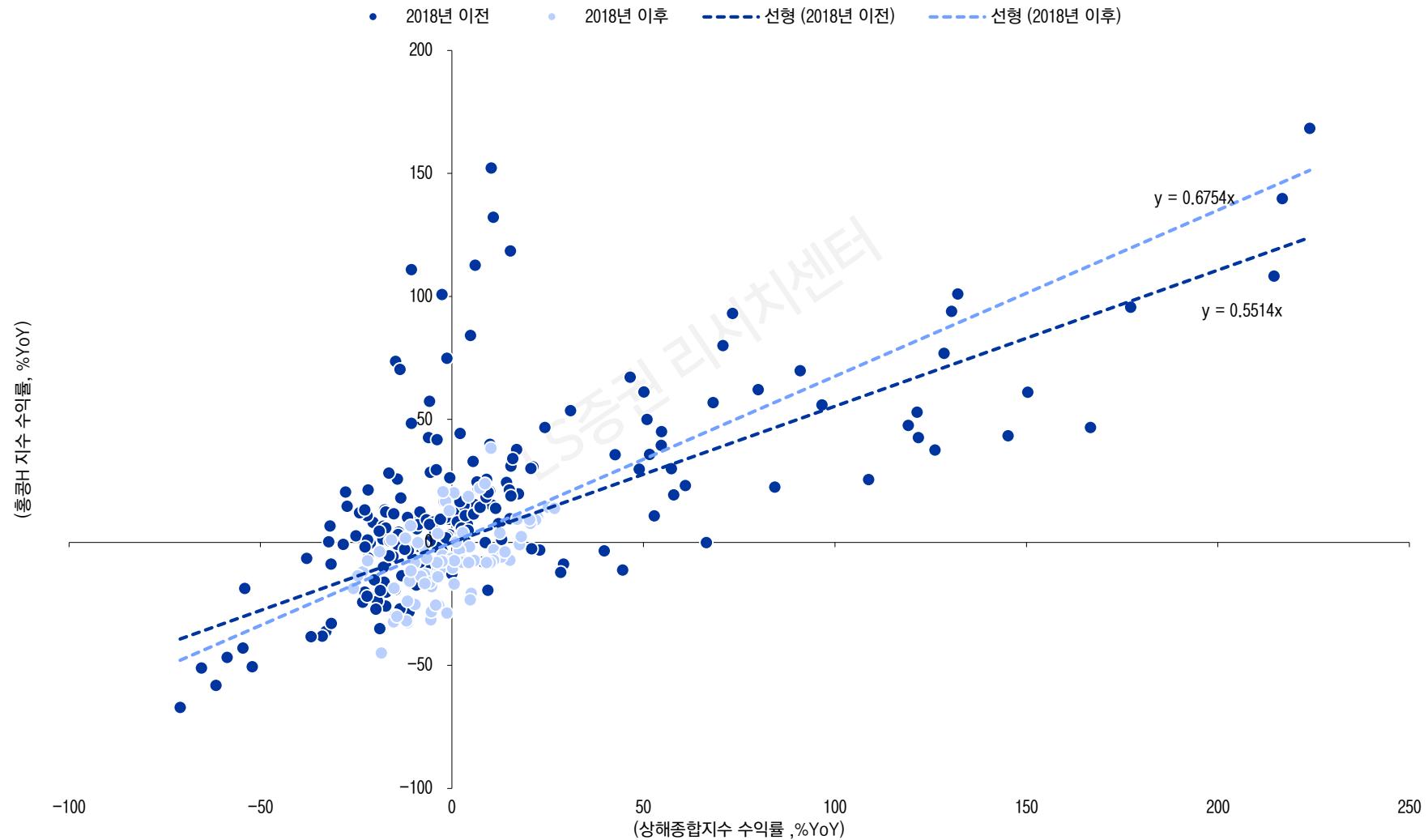


지금의 홍콩의 밸류는 트럼프 영향에 노출되기엔 제한적인 레벨



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

홍콩, 본토 대비 탄력적인 상승 기대

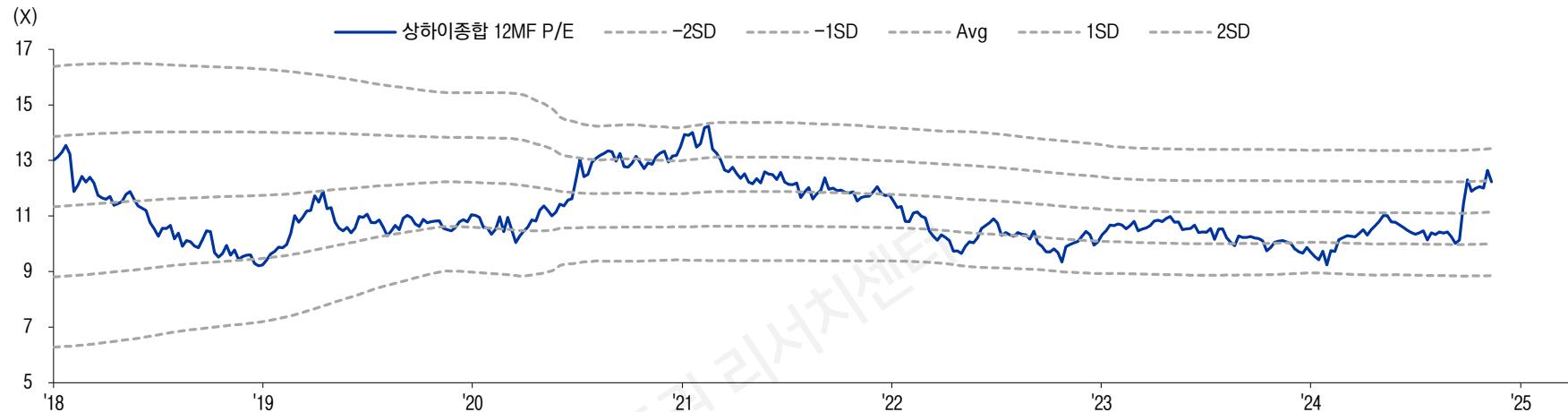


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

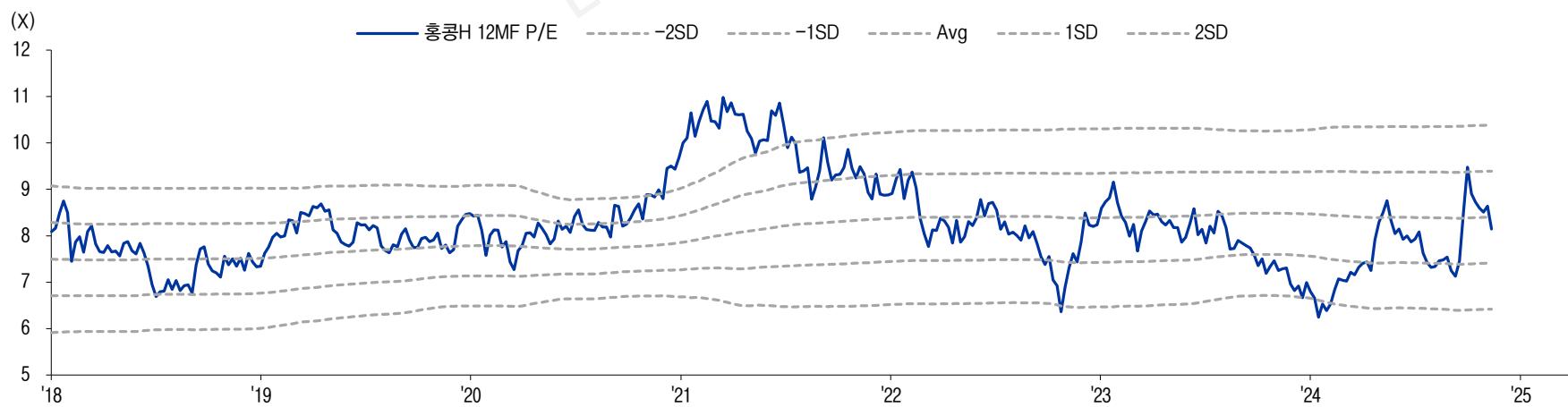
LS Securities Research 52

밸류 상으로도 홍콩이 본토 대비 매력적

상하이종합지수 12MF P/E

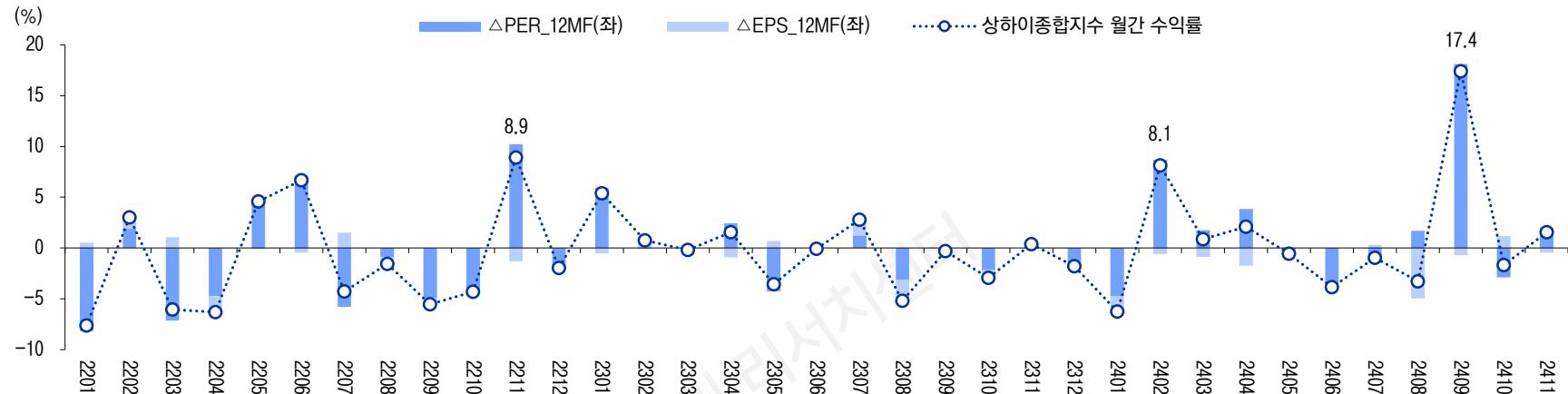


홍콩H 지수 12MF P/E

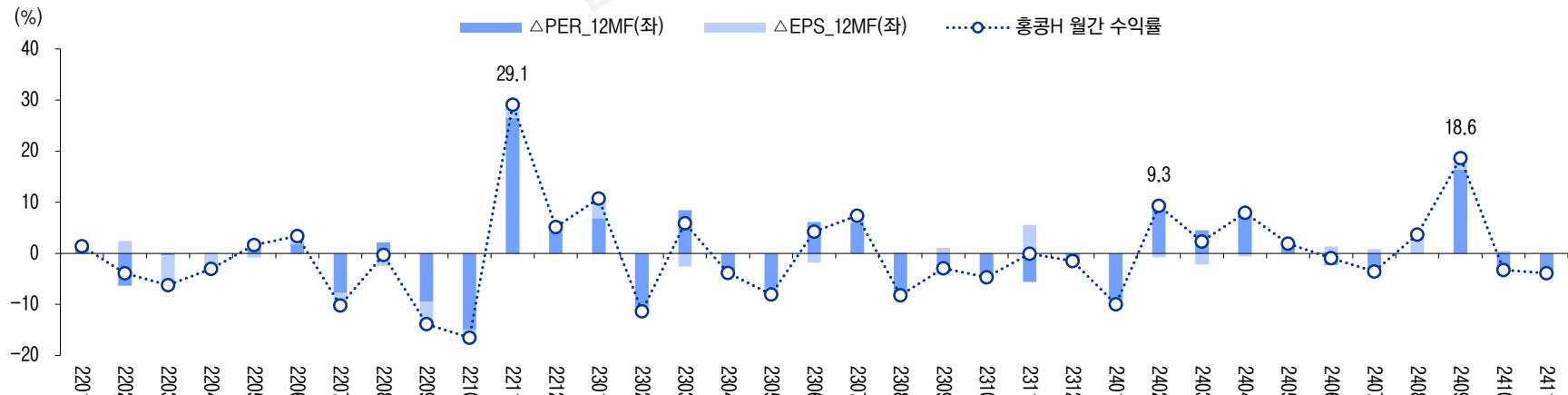


최근 세 번의 반등 모두 홍콩 Outperform

상하이종합지수 증가율 EPS, PER 분해

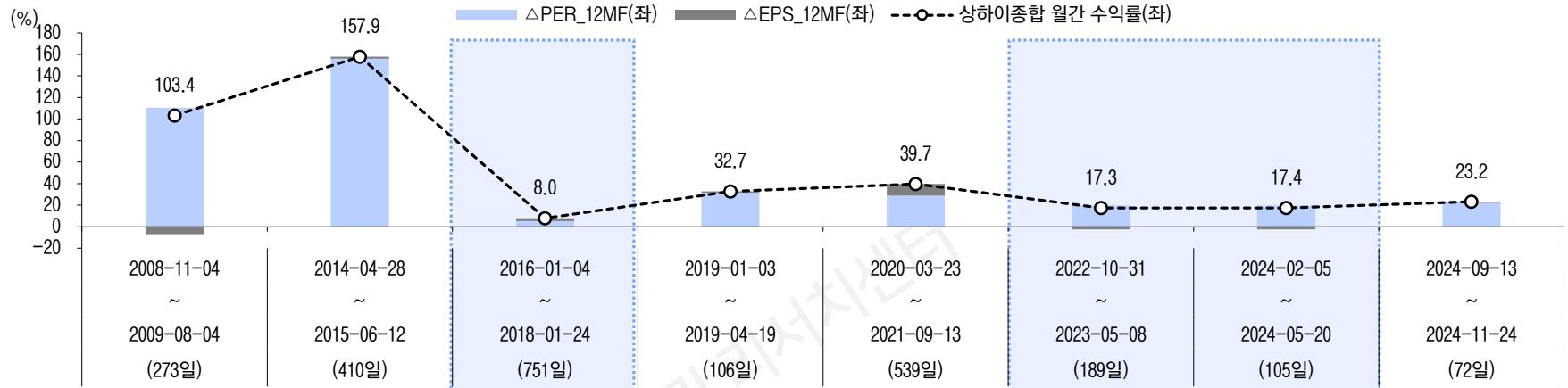


홍콩H 증가율 EPS, PER 분해

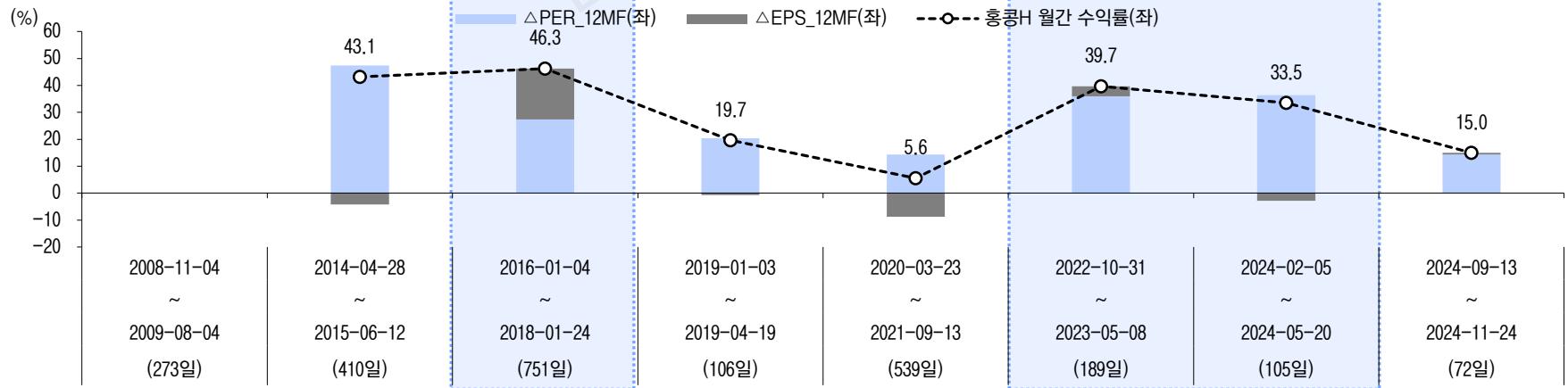


이외 상승 구간을 더 뜯어보면

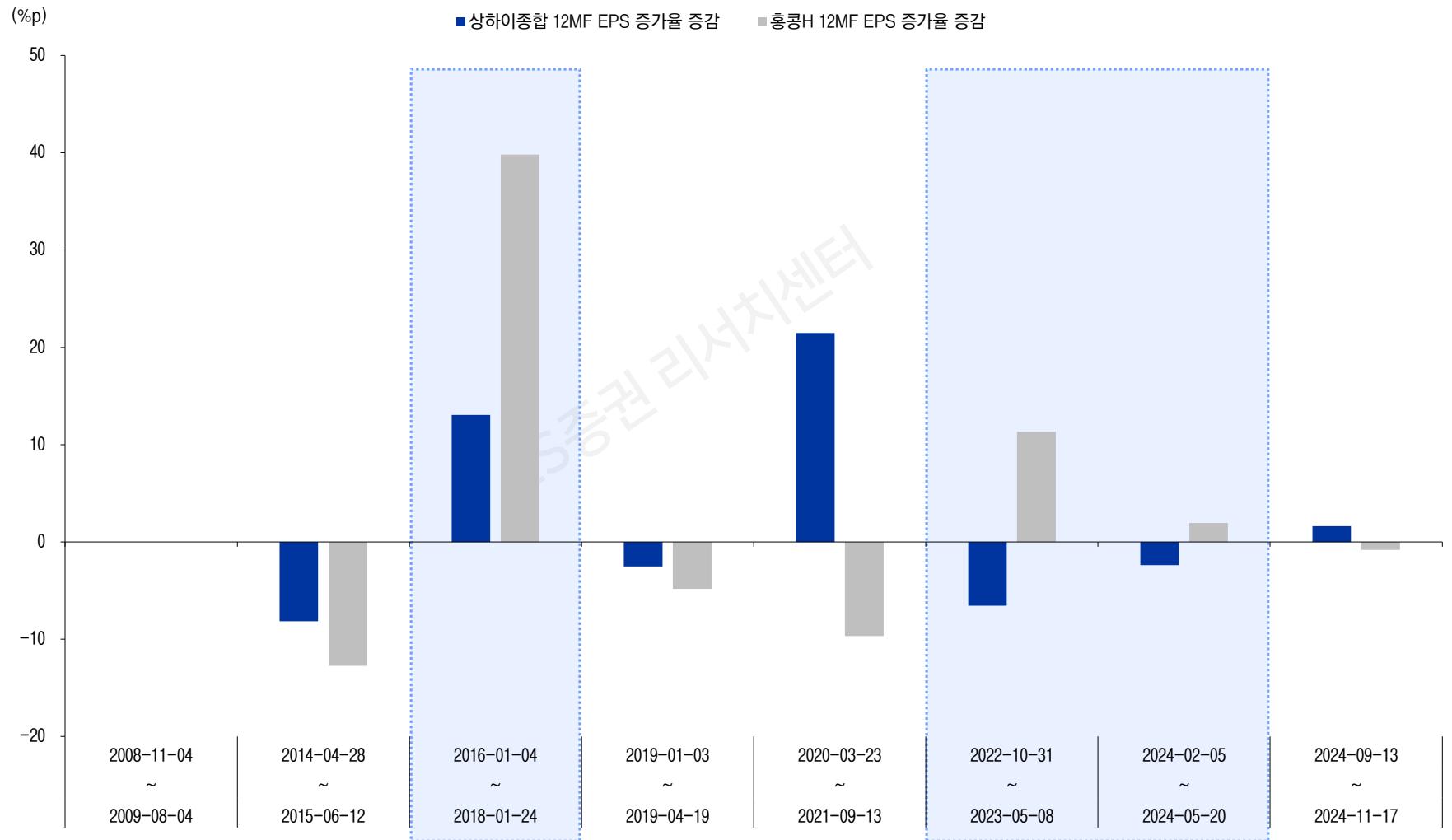
상하이종합지수 증가율 EPS, PER 분해



홍콩H지수 증가율 EPS, PER 분해

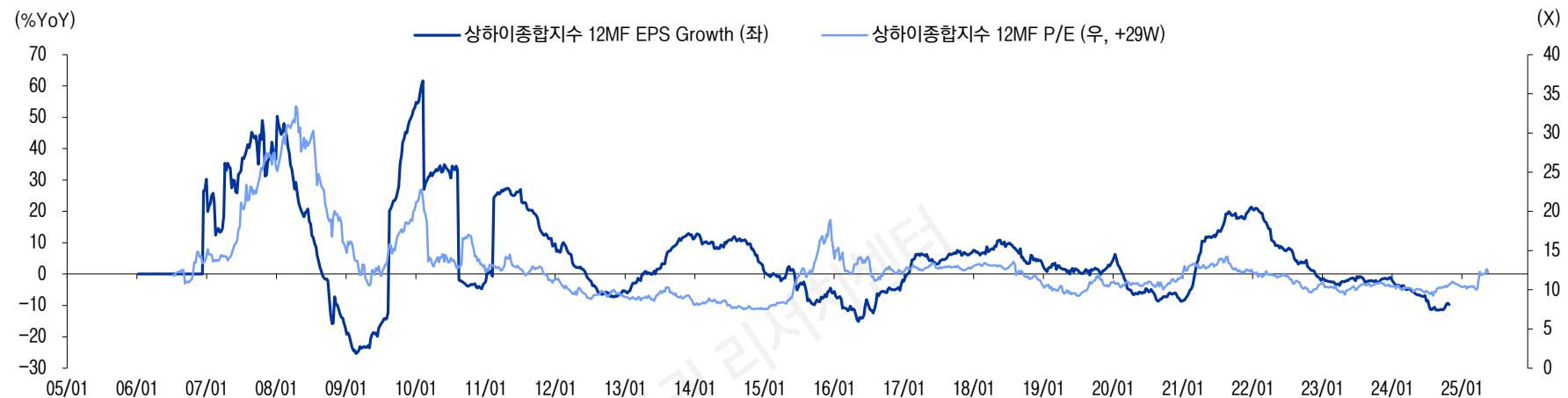


이외 상승 구간을 더 뜯어보면

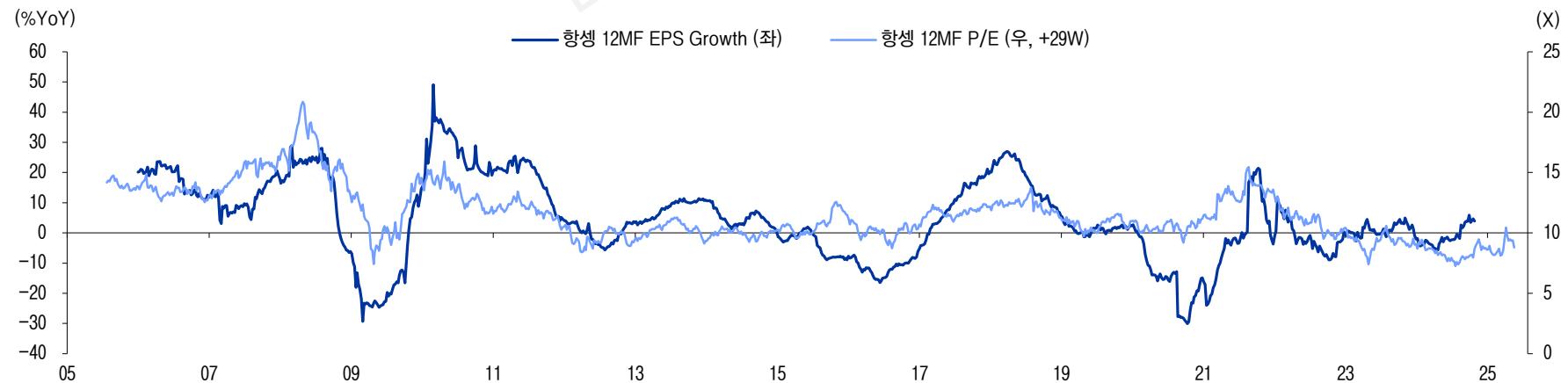


홍콩H, 이익 증가율은 본토와 달리 이미 플러스(+) 전환했지만...

상하이종합지수는 추후의 이익 증가율 개선 기대감을 이미 반영

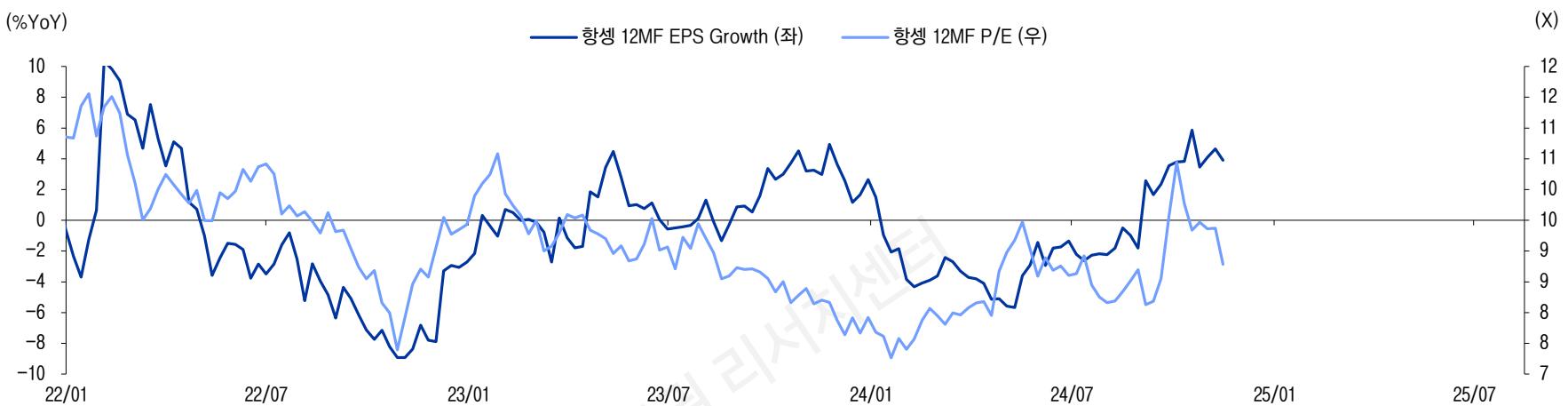


그러나 홍콩 증시는 이익 증가율 (+) 전환에도 불구하고 유의미한 멀티플 상승 부재

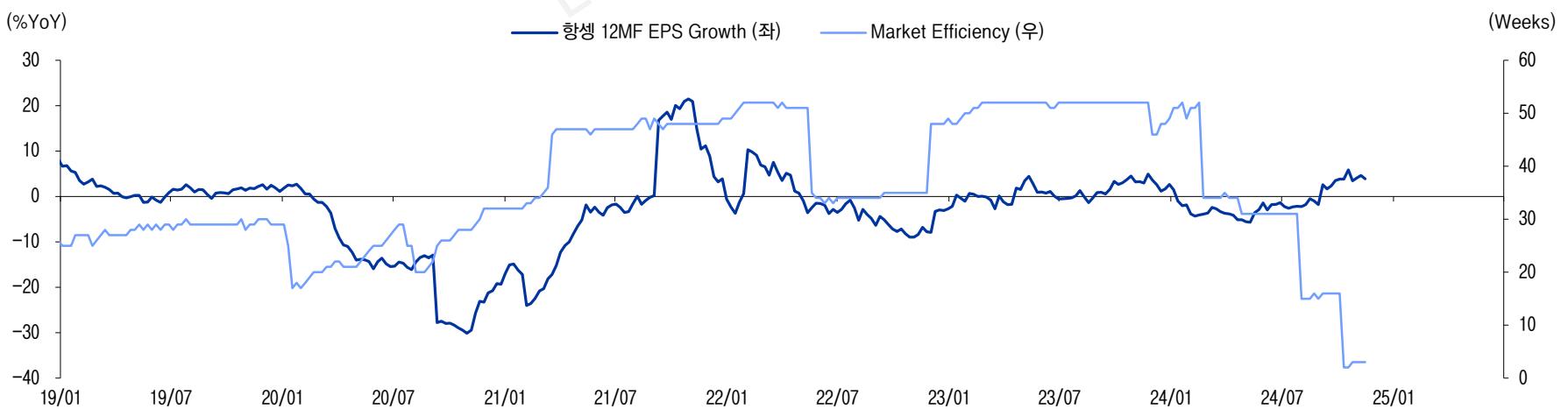


시장의 효율성(선행성)까지 결여된 최근

최근 홍콩 증시는 동행 자산에 가까웠다

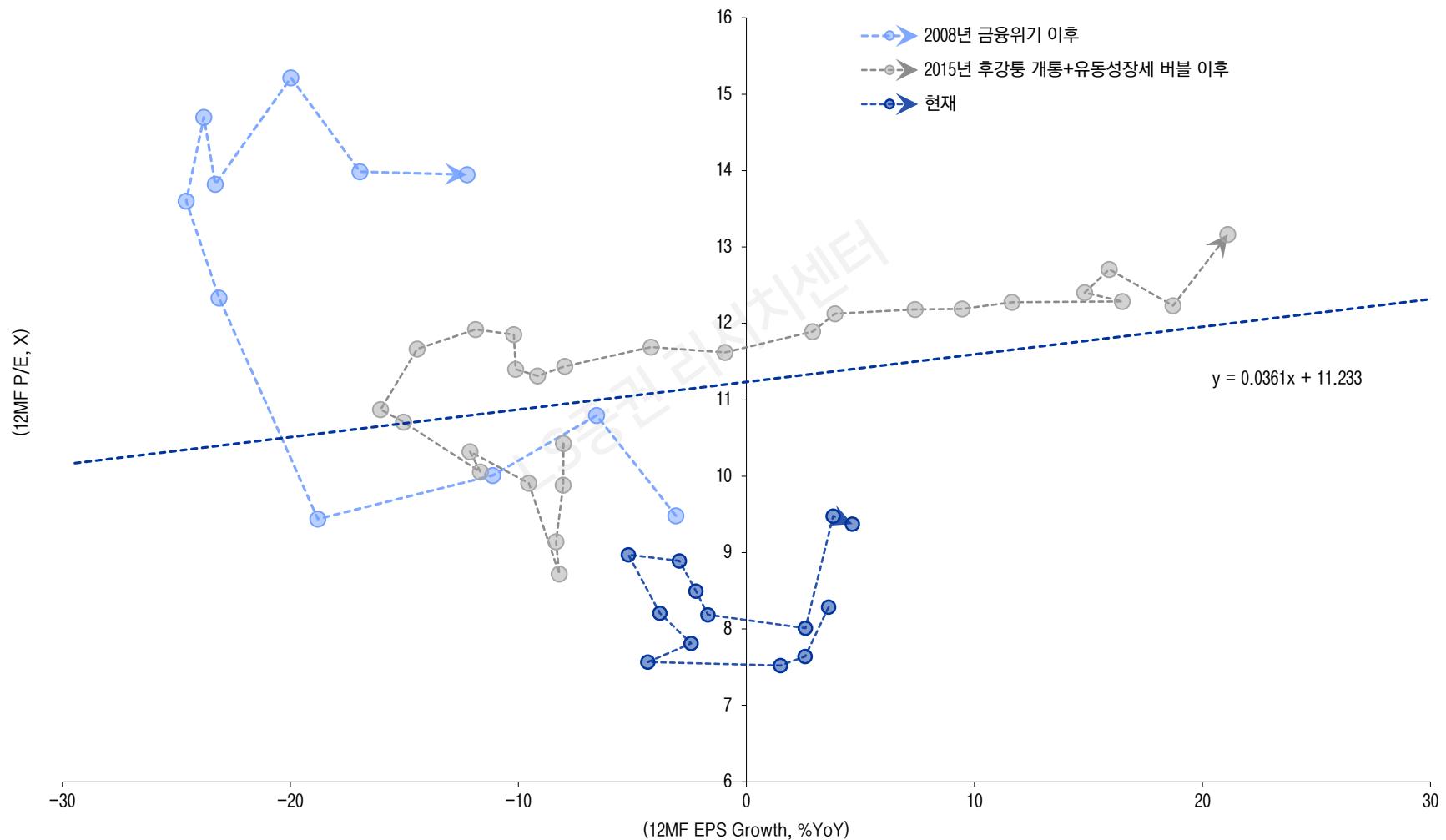


통상 이익 증가율을 29주 선반영(EM 기준)하는 멀티플. 홍콩은 2~3주 선행에 그치며 시장 효율성 부재



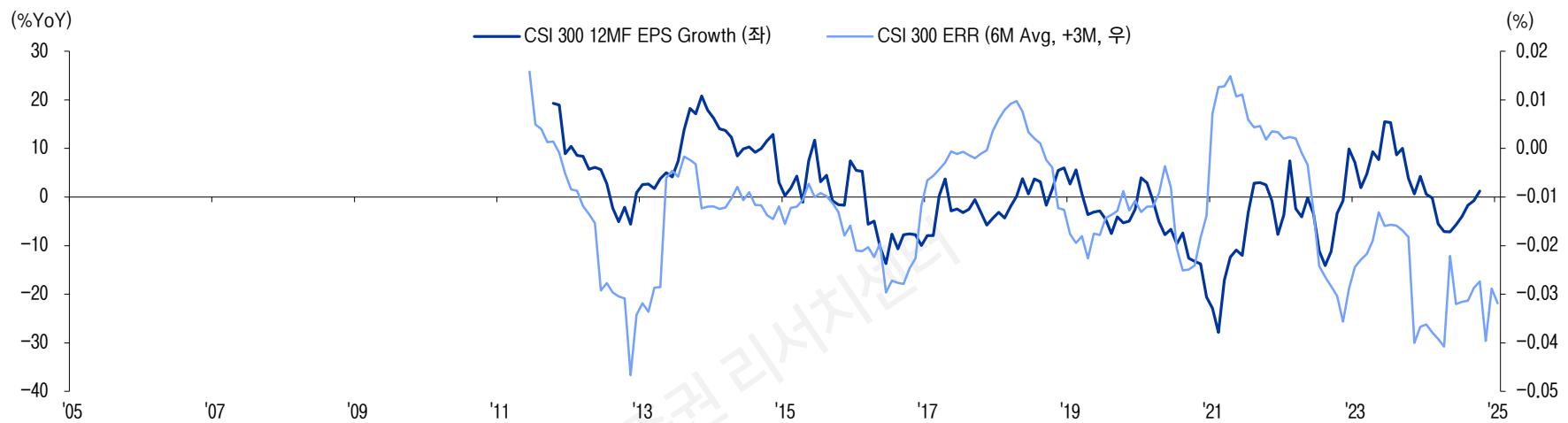
자료: LSEG, Bloomberg, LS증권 리서치센터

추세선 위로 오버슈팅했던 과거 랠리

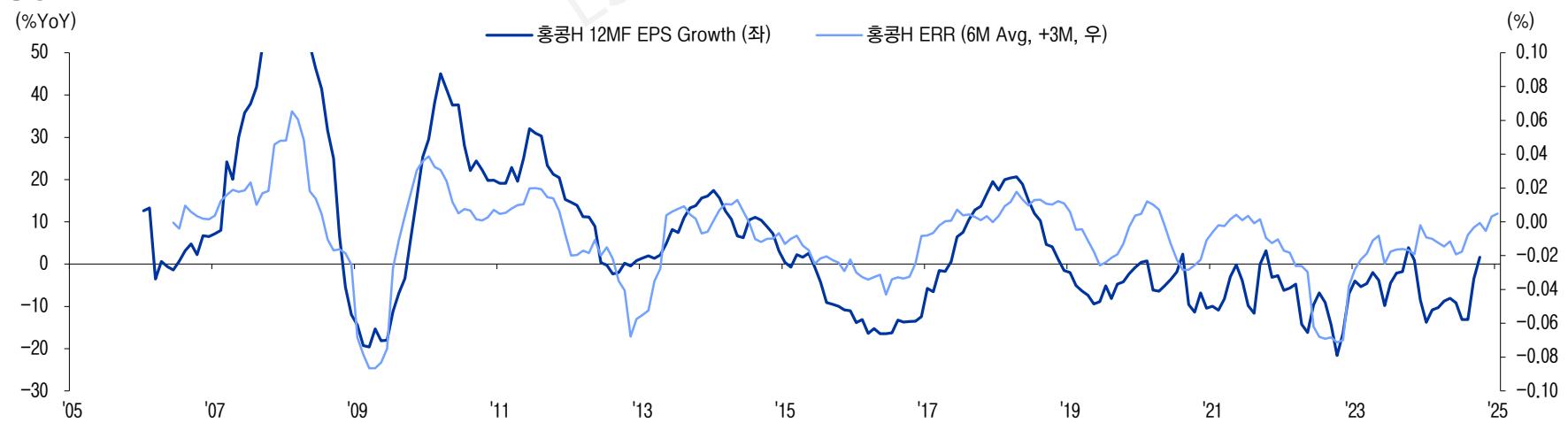


홍콩 증시, ERR 관점에서도 더 긍정적

CSI 300 ERR vs. EPS Growth

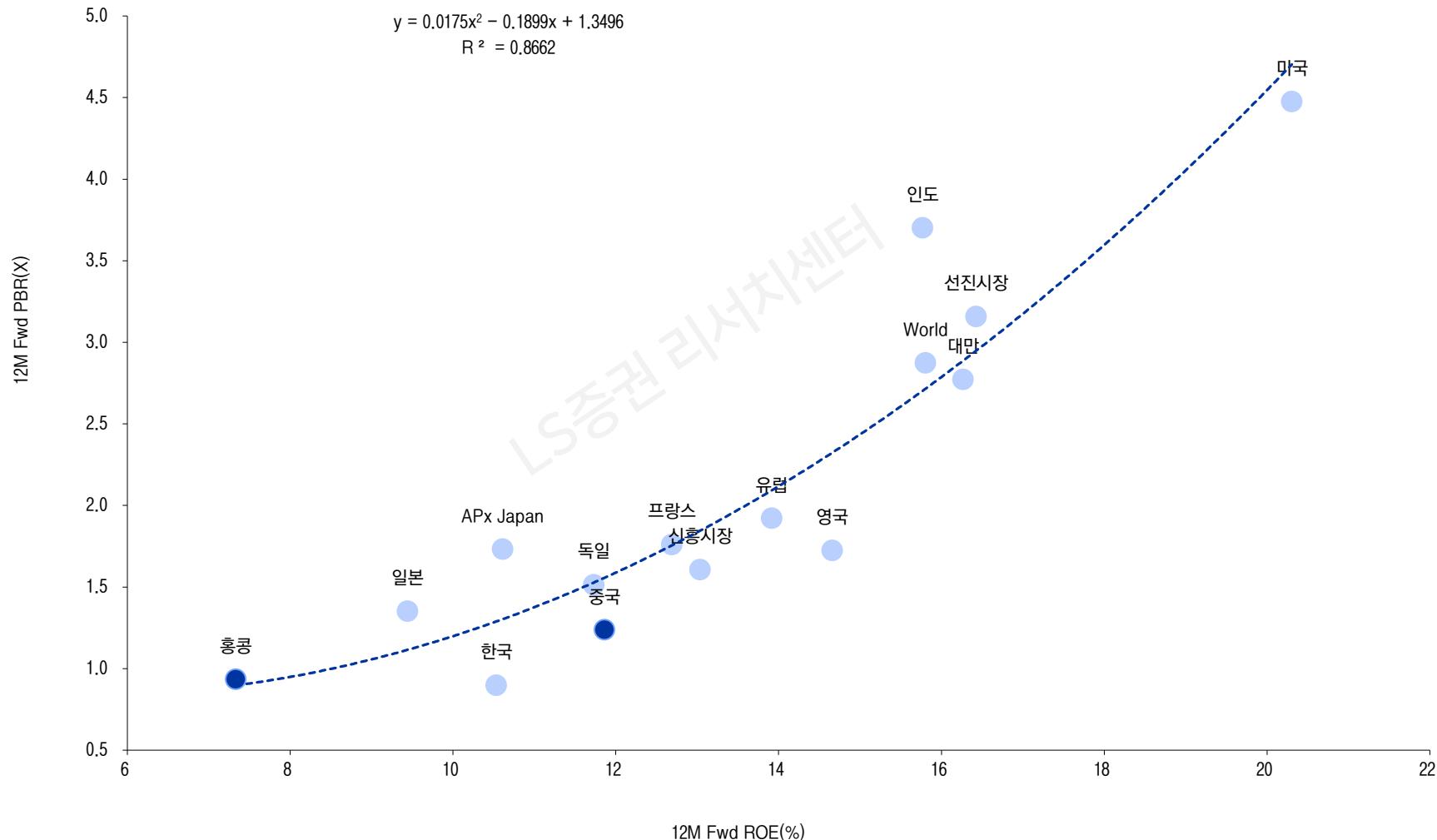


홍콩H 300 ERR vs. EPS Growth



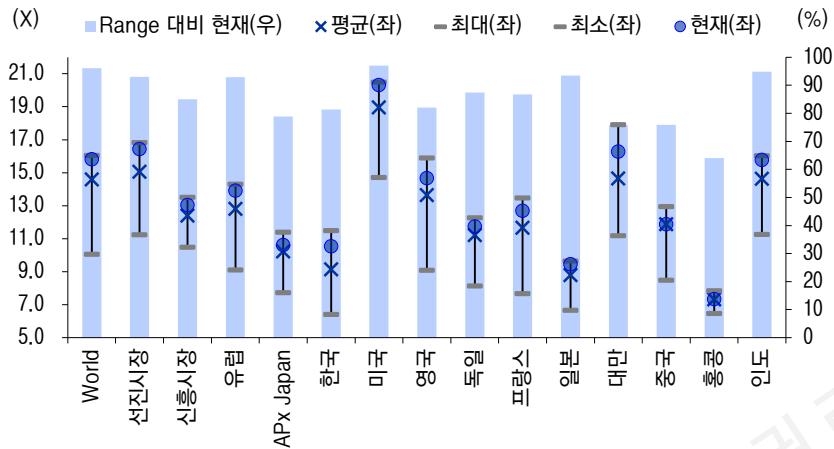
자료: LSEG, Bloomberg, LS증권 리서치센터

[Appendix] 주요국 ROE vs. PBR

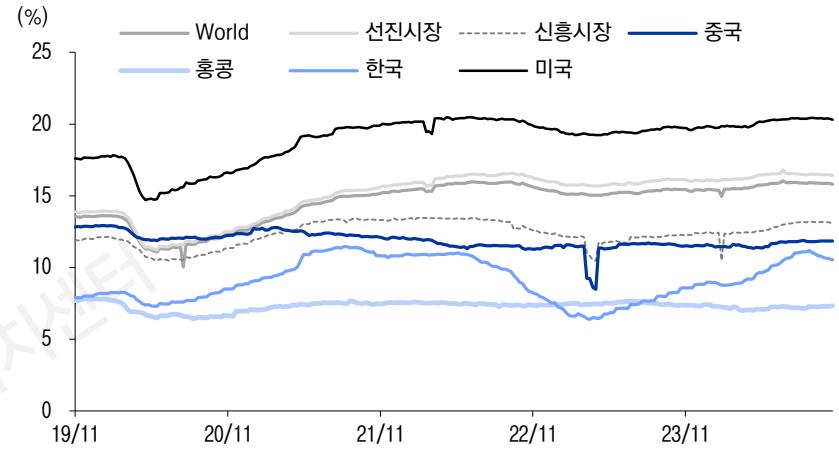


[Appendix] 주요국 ROE vs. PBR

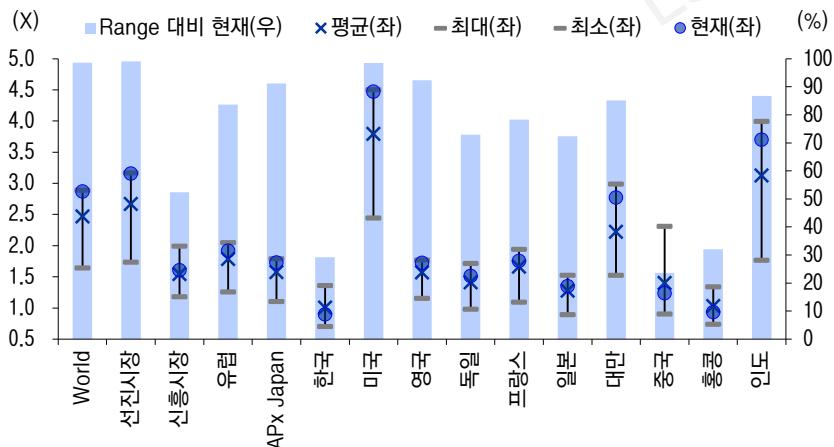
주요국 최근 5년 12MF ROE



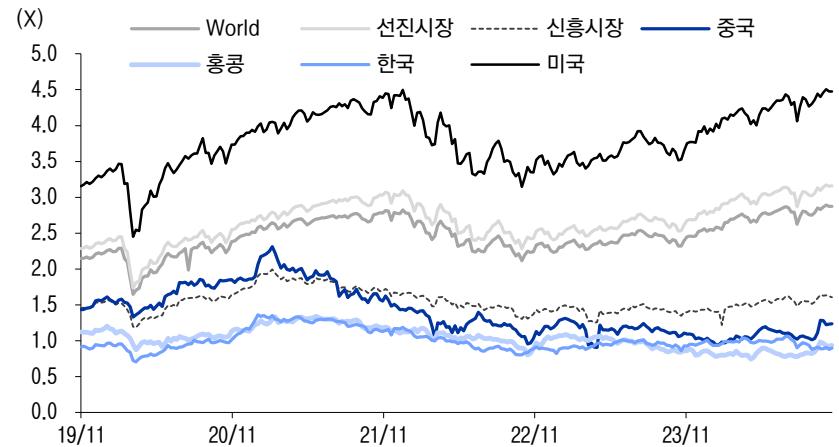
주요국 12MF ROE 추이



주요국 최근 5년 12MF P/B

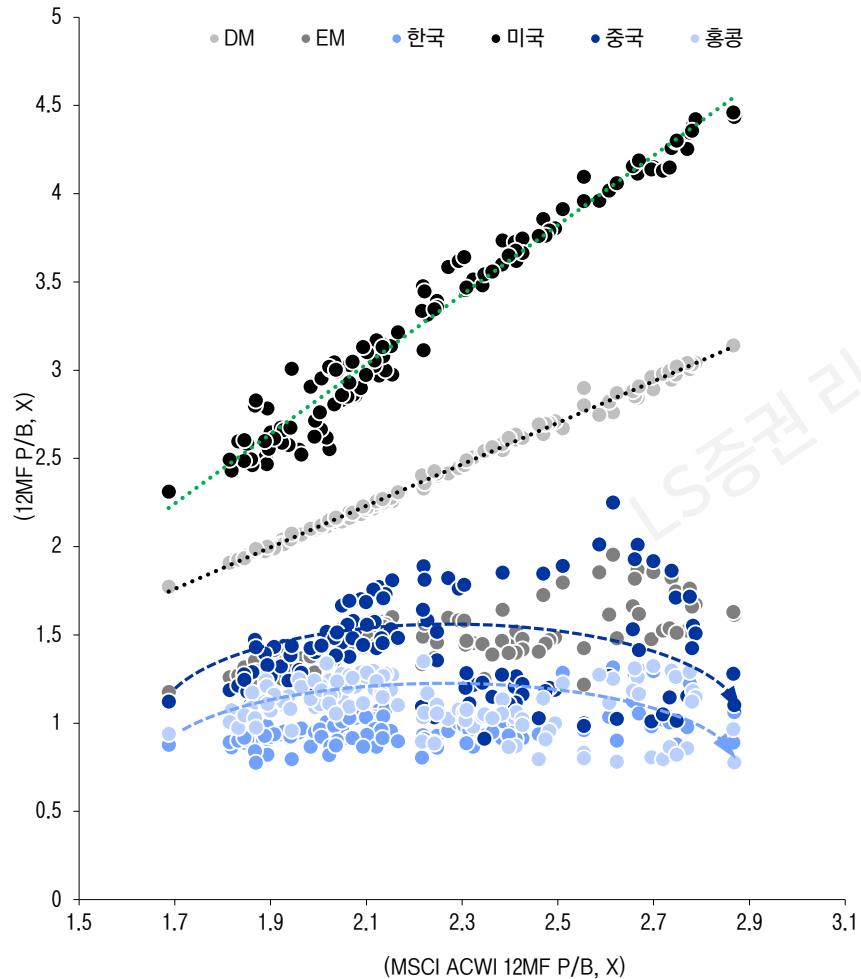


주요국 12MF P/B 추이

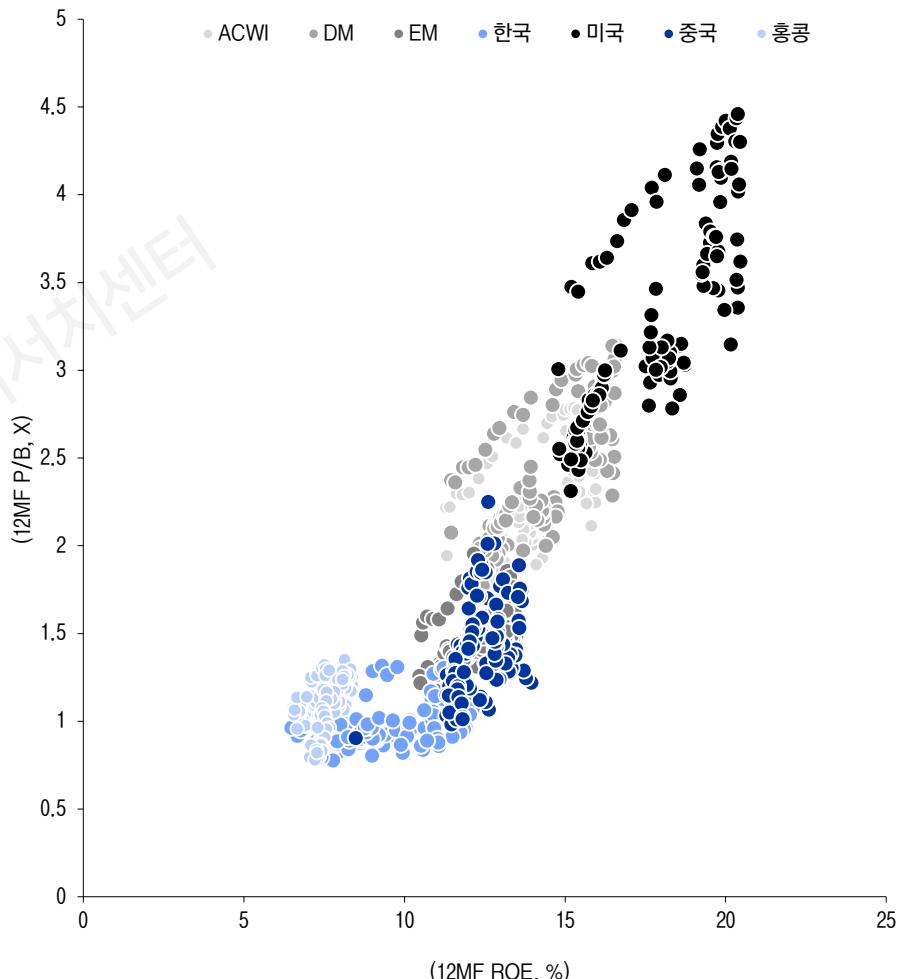


[Appendix] Efficient Frontier

MSCI ACWI PBR vs. 주요국 PBR

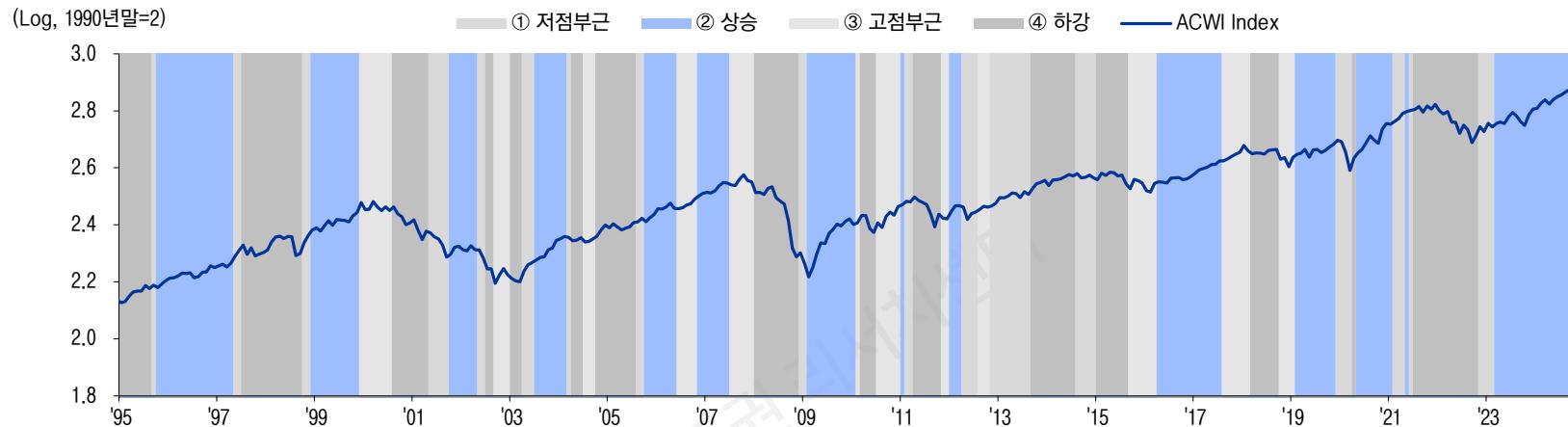


MSCI ACWI ROE vs. 주요국 PBR

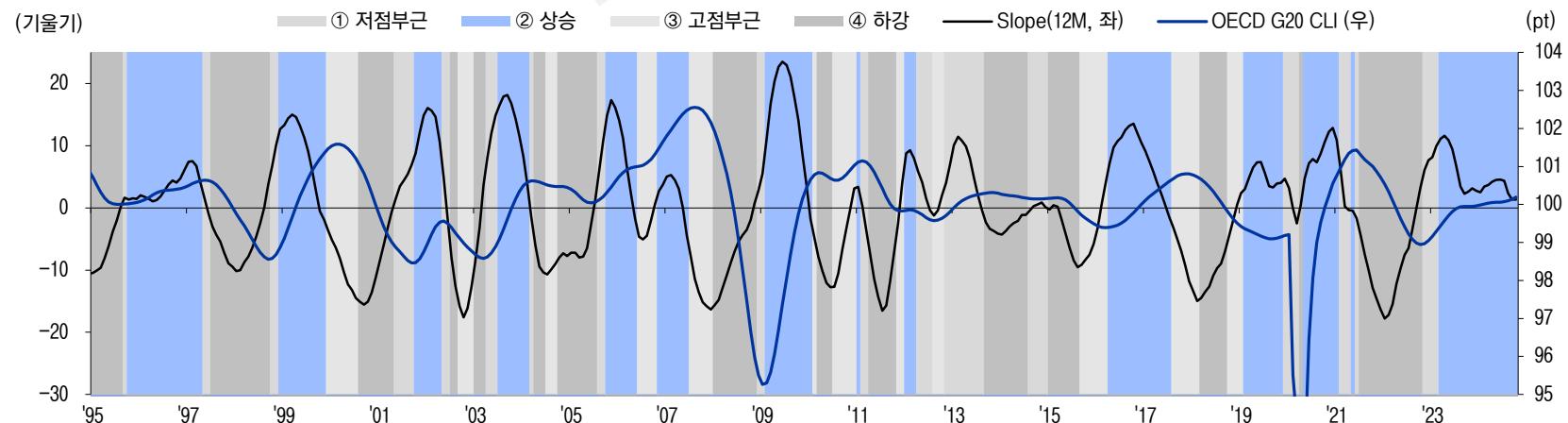


[Appendix] OECD 경기선행지수 vs. ACWI

LS증권 경기 사이클 구분과 글로벌 주가지수



LS증권 경기 사이클: OECD 선행지수(G20)와 기울기



자료: OECD, LSEG, LS증권 리서치센터

LS Securities Research 64

[Appendix] 사이클 별 주가 수익률(절대)

사이클 별 절대수익률: 경기에 선행하여, 경기 저점 혹은 고점 부근에서 이미 움직이는 글로벌 주가
글로벌 주가는, 상승 구간에서 가장 크게 상승하고, 하강 구간에서 가장 크게 하락

구분	① 저점부근	② 상승	③ 고점부근	④ 하강
선행지수(MoM)	하락	상승	상승	하락
확산지수 기울기(MoM)	상승	상승	하락	하락
출현 횟수(회)	14	19	16	21
평균 지속 기간(개월)	3.4	10.0	2.6	9.3
전체 개월 수(개월)	45	175	42	174
MSCI ACWI	① 저점부근	② 상승	③ 고점부근	④ 하강
구간내 월평균 수익률(연율,%)	7.6	17.4	6.4	-2.4
(+) 개월 수(개월)	28	116	29	89
(-) 개월 수(개월)	17	58	13	85
(+) 개월 수 비율(%)	62.2	66.3	69.0	51.1
(+) 수익률 평균 수익률(연율,%)	49.3	47.6	31.4	53.6
(-) 수익률 평균 수익률(연율,%)	-38.5	-26.6	-34.5	-40.4
MSCI DM	① 저점부근	② 상승	③ 고점부근	④ 하강
구간내 월평균 수익률(연율,%)	12.9	16.8	7.7	-1.4
(+) 개월 수(개월)	49	174	36	131
(-) 개월 수(개월)	22	89	18	132
(+) 개월 수 비율(%)	69.0	65.9	66.7	49.8
(+) 수익률 평균 수익률(연율,%)	49.9	46.7	32.2	53.5
(-) 수익률 평균 수익률(연율,%)	-41.5	-26.2	-29.4	-37.6
MSCI EM	① 저점부근	② 상승	③ 고점부근	④ 하강
구간내 월평균 수익률(연율,%)	9.8	23.3	5.4	-2.4
(+) 개월 수(개월)	27	113	25	91
(-) 개월 수(개월)	18	61	17	83
(+) 개월 수 비율(%)	60.0	64.6	59.5	52.3
(+) 수익률 평균 수익률(연율,%)	71.8	71.8	52.2	84.9
(-) 수익률 평균 수익률(연율,%)	-45.8	-35.0	-39.9	-53.5

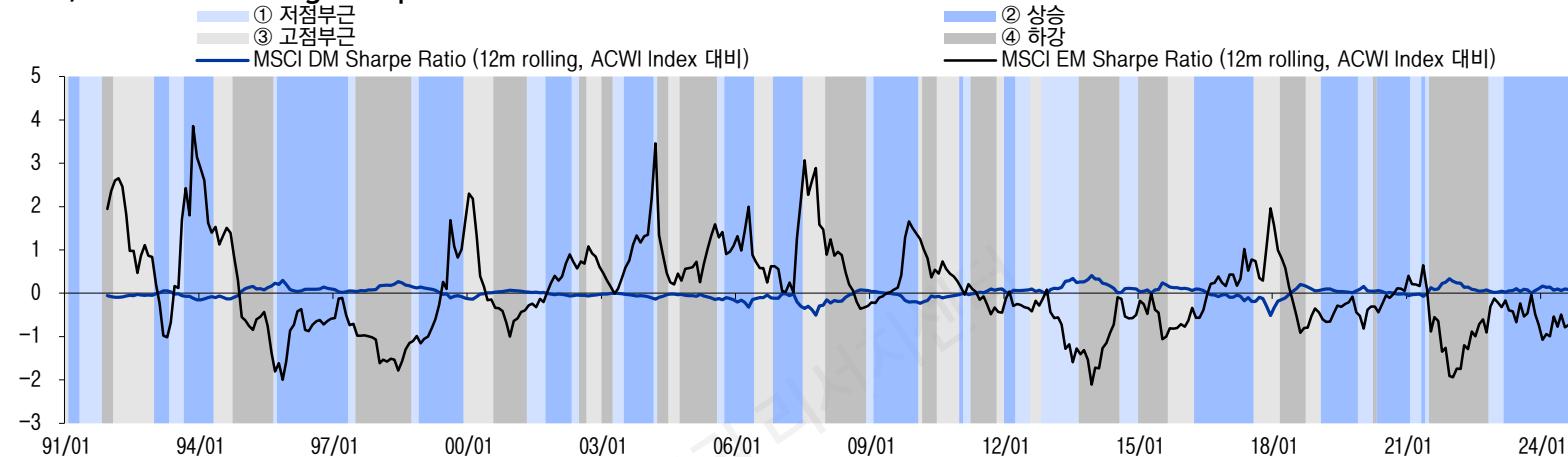
[Appendix] 사이클 별 주가 수익률(초과)

사이클 별 초과수익률: 선진시장 보다 신흥시장이 경기에 보다 민감하게 반응하며, 높은 변동성을 보임. (\pm 수익률의 평균 수익률 절대값 ↑)

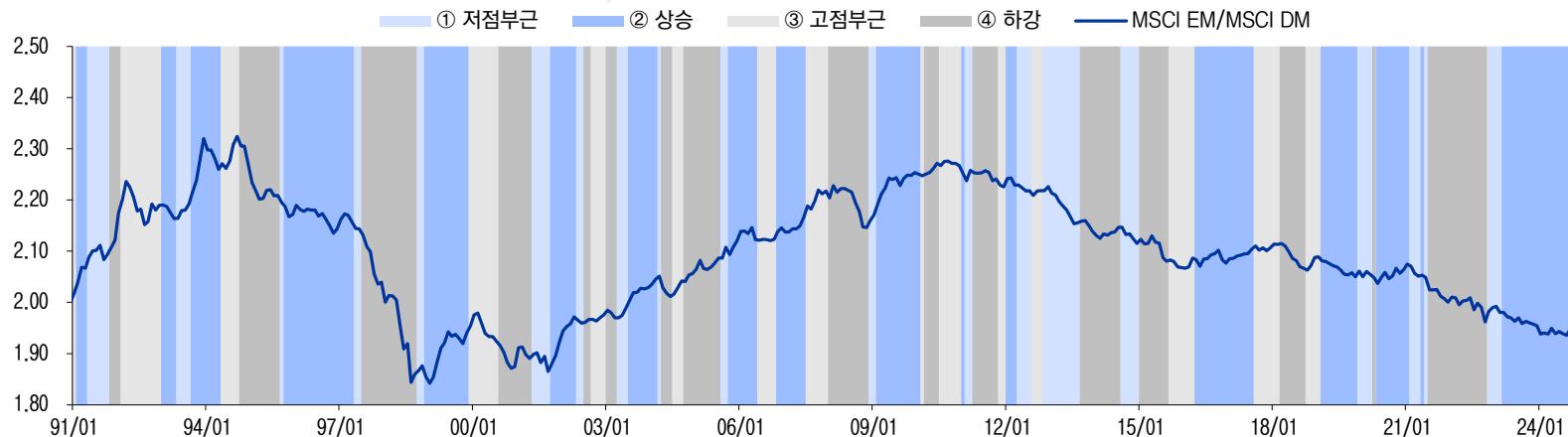
구분	① 저점부근	② 상승	③ 고점부근	④ 하강
선행지수(MoM)	하락	상승	상승	하락
확산지수 기울기(MoM)	상승	상승	하락	하락
출현 횟수(회)	14	19	16	21
평균 지속 기간(개월)	3.4	10.0	2.6	9.3
전체 개월 수(개월)	45	175	42	174
MSCI ACWI(절대수익률)	① 저점부근	② 상승	③ 고점부근	④ 하강
구간내 월평균 수익률(연율, %)	7.6	17.4	6.4	-2.4
(+) 개월 수(개월)	28	116	29	89
(-) 개월 수(개월)	17	58	13	85
(+) 개월 수 비율(%)	62.2	66.3	69.0	51.1
(+) 수익률 평균 수익률(연율, %)	49.3	47.6	31.4	53.6
(-) 수익률 평균 수익률(연율, %)	-38.5	-26.6	-34.5	-40.4
MSCI DM(초과수익률)	① 저점부근	② 상승	③ 고점부근	④ 하강
구간내 월평균 수익률(연율, %p)	5.2	-0.7	1.3	1.0
(+) 개월 수(개월)	25	77	23	81
(-) 개월 수(개월)	20	97	19	93
(+) 개월 수 비율(%)	55.6	44.0	54.8	46.6
(+) 수익률 평균 수익률(연율, %p)	2.8	2.9	3.1	3.5
(-) 수익률 평균 수익률(연율, %p)	-2.3	-2.6	-2.3	-2.3
MSCI EM(초과수익률)	① 저점부근	② 상승	③ 고점부근	④ 하강
구간내 월평균 수익률(연율, %p)	2.2	5.9	-0.9	0.0
(+) 개월 수(개월)	21	96	19	90
(-) 개월 수(개월)	24	78	23	84
(+) 개월 수 비율(%)	46.7	54.9	45.2	51.7
(+) 수익률 평균 수익률(연율, %p)	49.1	42.0	53.4	47.4
(-) 수익률 평균 수익률(연율, %p)	-27.6	-28.3	-31.7	-35.0

[Appendix] 경기사이클 vs. DM/EM

MSCI DM, EM Index Rolling Sharp Ratio



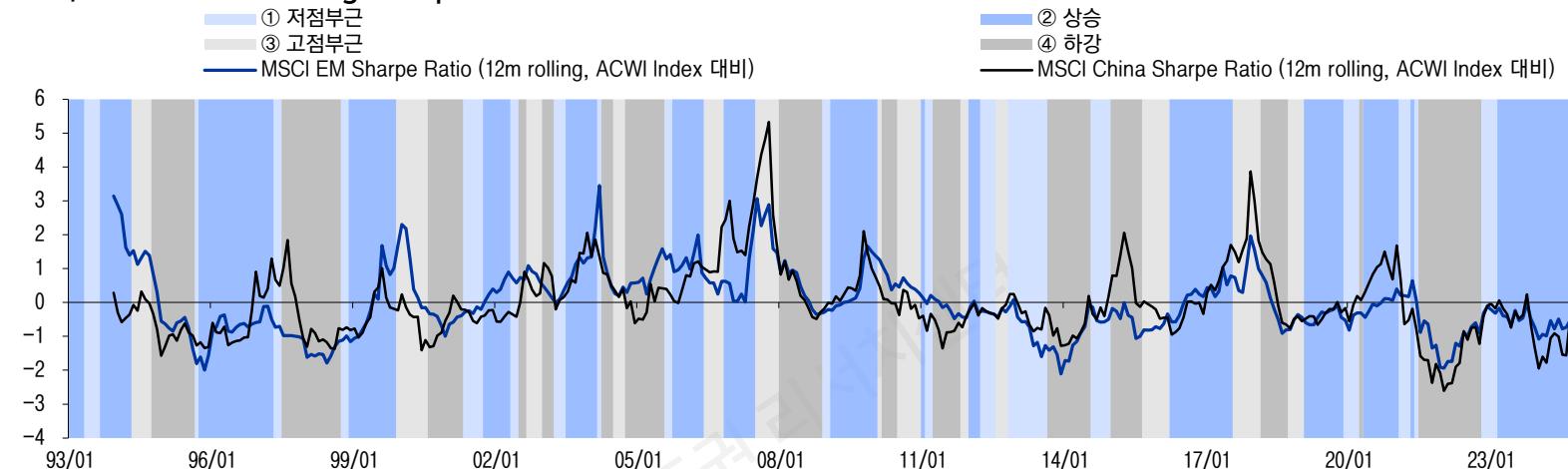
MSCI EM 상대성과 (DM대비)



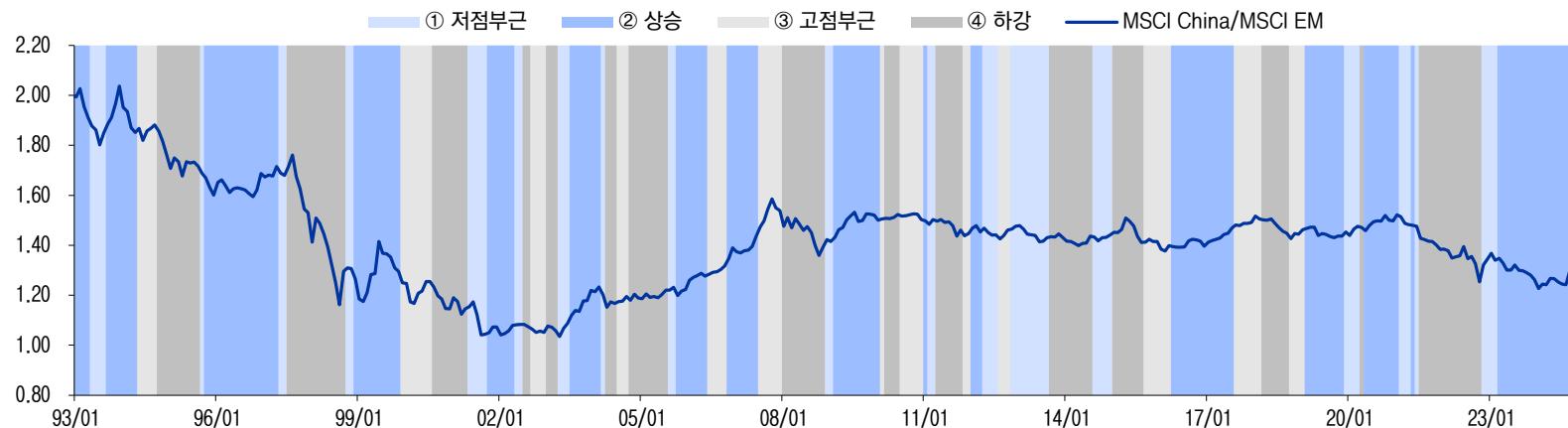
자료: OECD, Bloomberg, LS증권 리서치센터

[Appendix] 경기사이클 vs. EM/China

MSCI EM, China Index Rolling Sharp Ratio



MSCI China 상대성과 (EM대비)



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

Part III

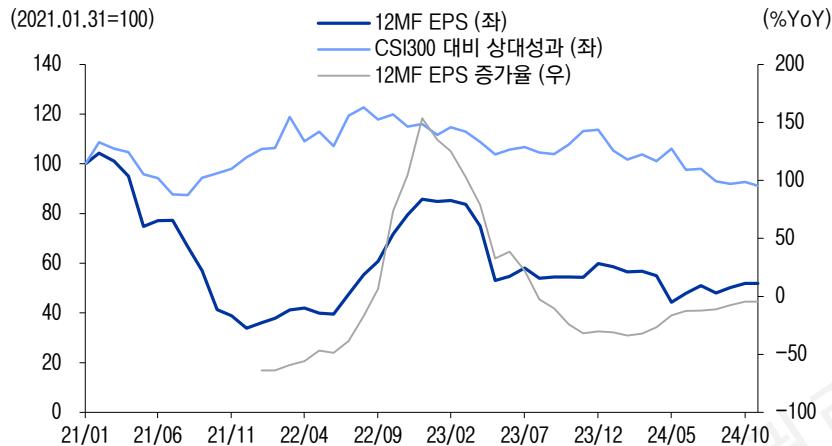
중국 및 한국 업종 영향

조건의 교집합

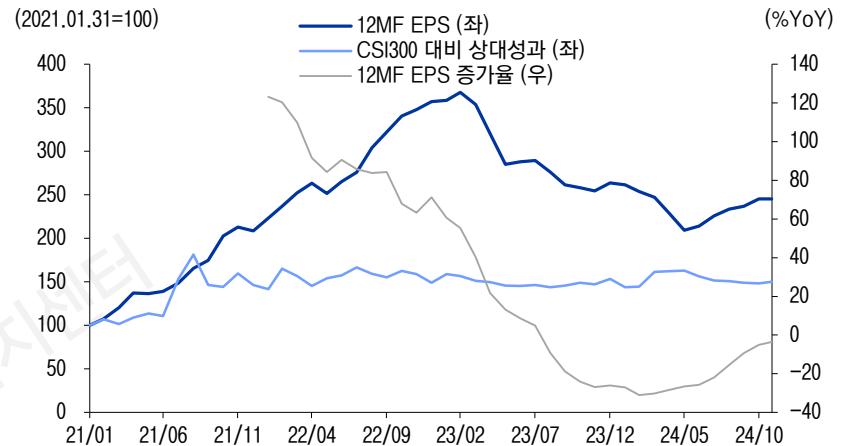
- 중국 업종 영향: 이익 증가율 개선 & 낮은 수출 민감도
- 한국 업종 영향: 중국향 수출 민감도 & 중국 지수 연동

① 이익증가율 개선 확인 업종

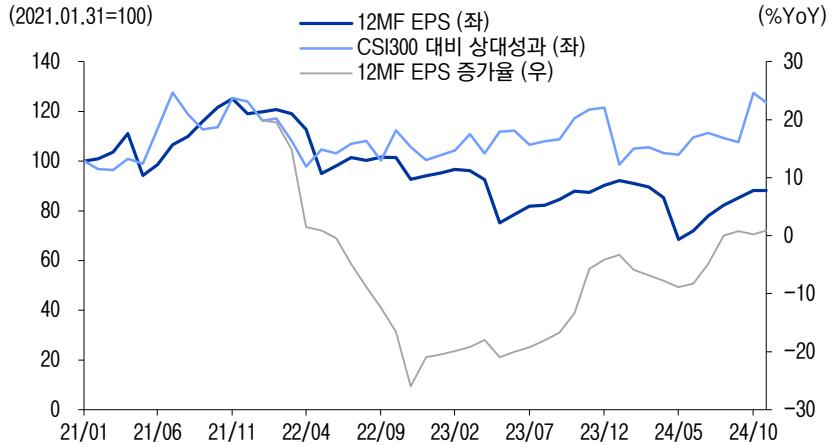
농림어업



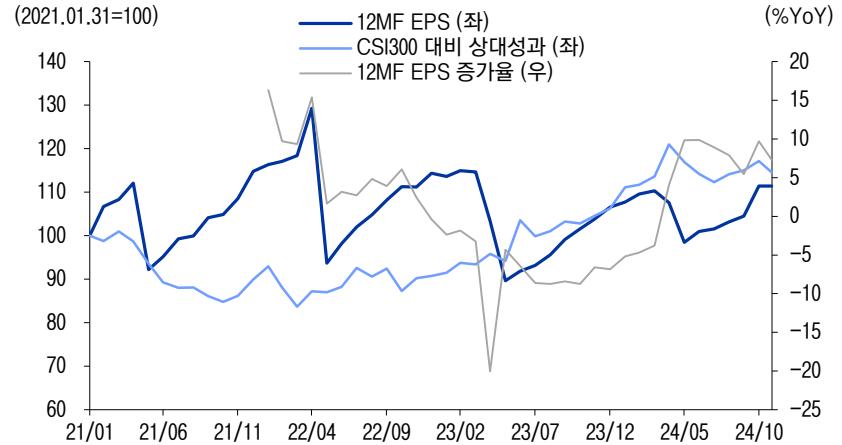
비철금속



전기전자



가전기기

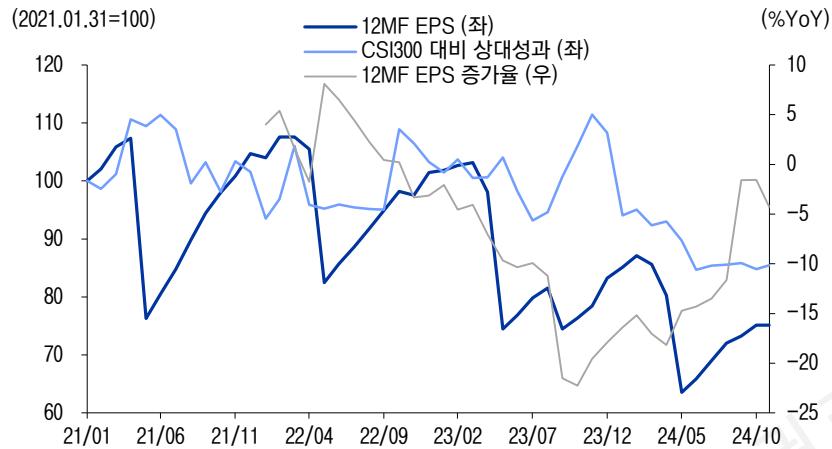


주: Shenyinwanguo 업종 분류 기준

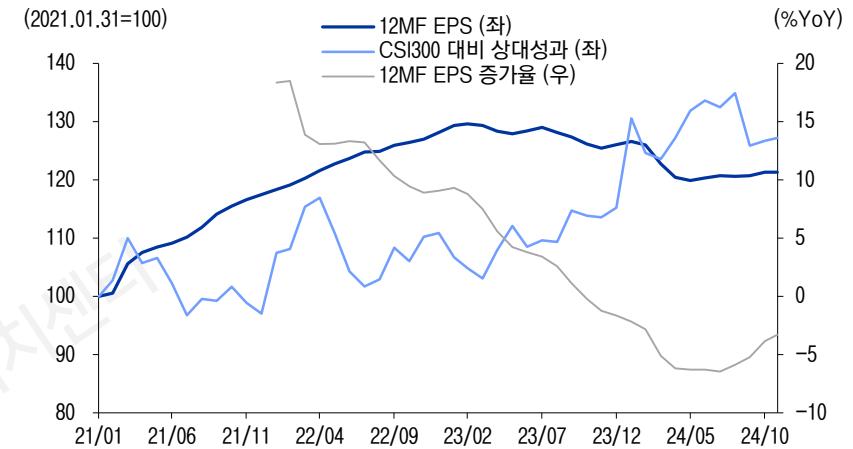
자료: Wind, Bloomberg, LS증권 리서치센터

① 이익증가율 개선 확인 업종

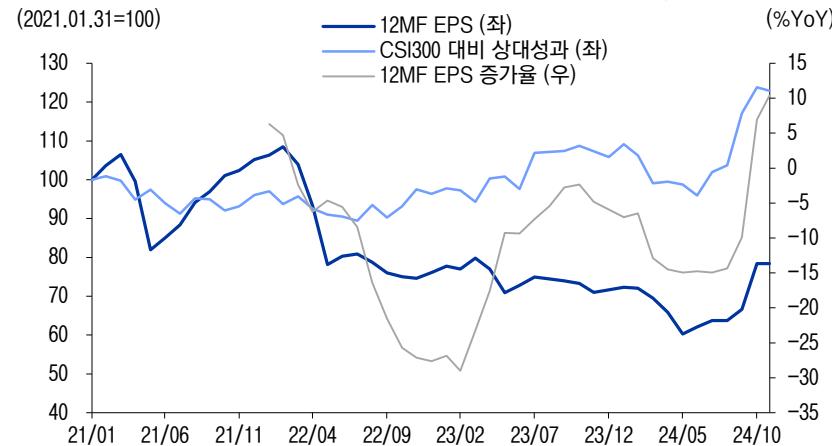
제약/바이오



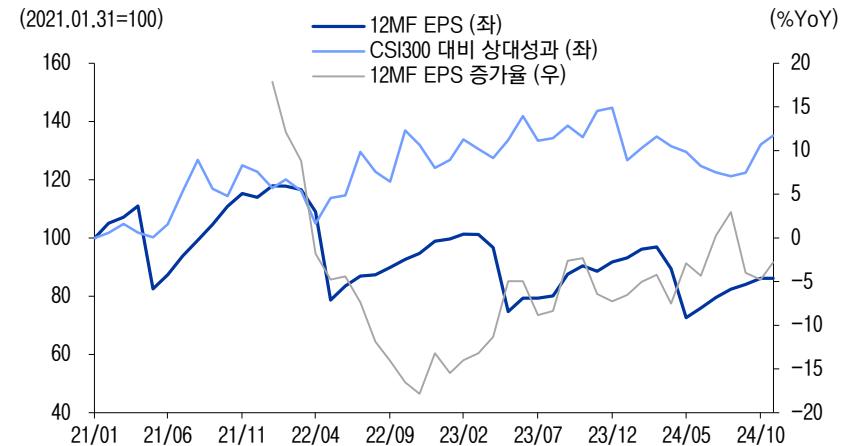
은행



증권보험



기계설비



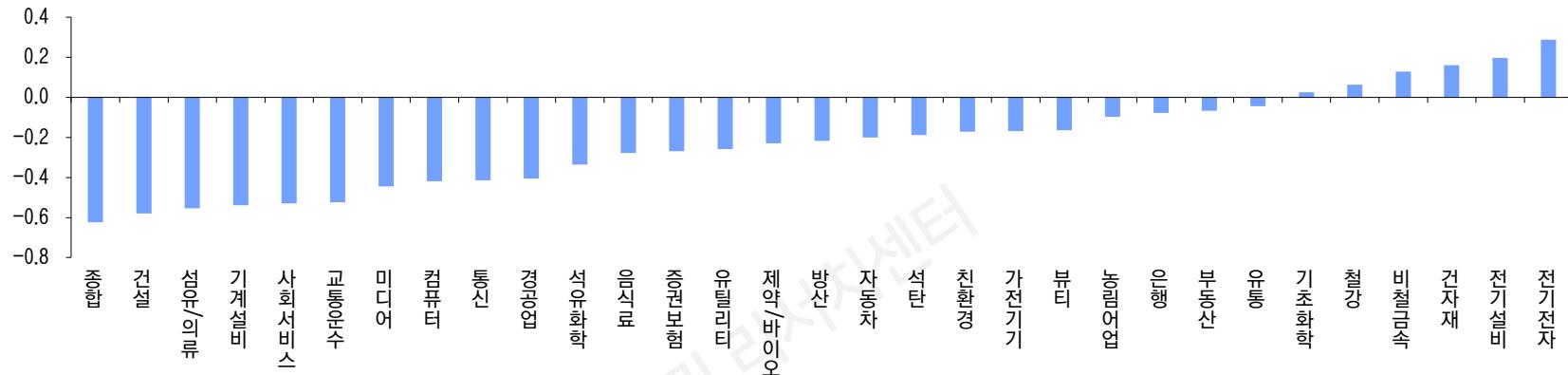
주: Shenyinwanguo 업종 분류 기준

자료: Wind, Bloomberg, LS증권 리서치센터

② 수출증가율 둔화에 둔감했던 업종

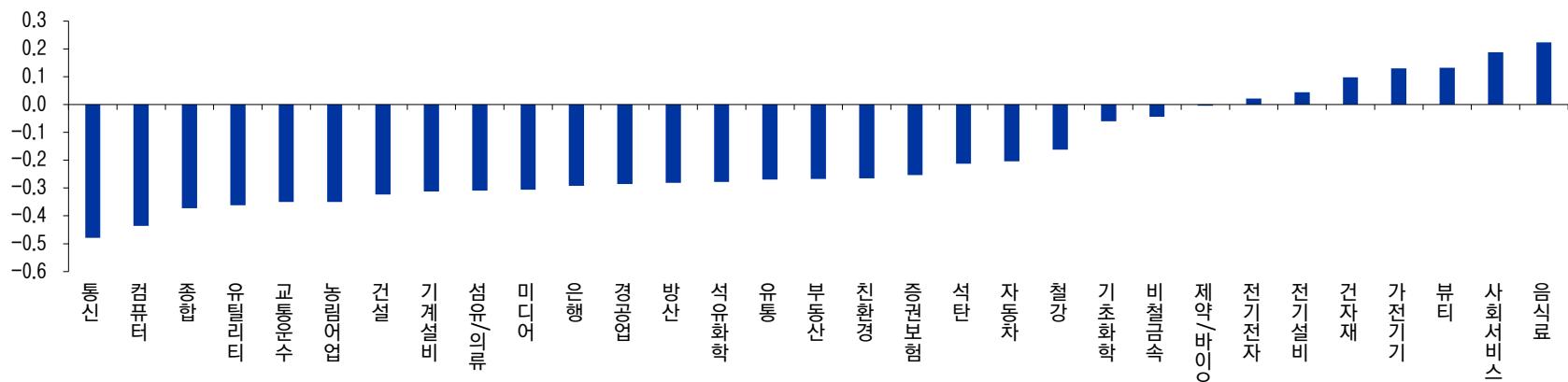
36M Rolling 수출증가율 vs 업종 상대성과 상관계수

(상관계수)



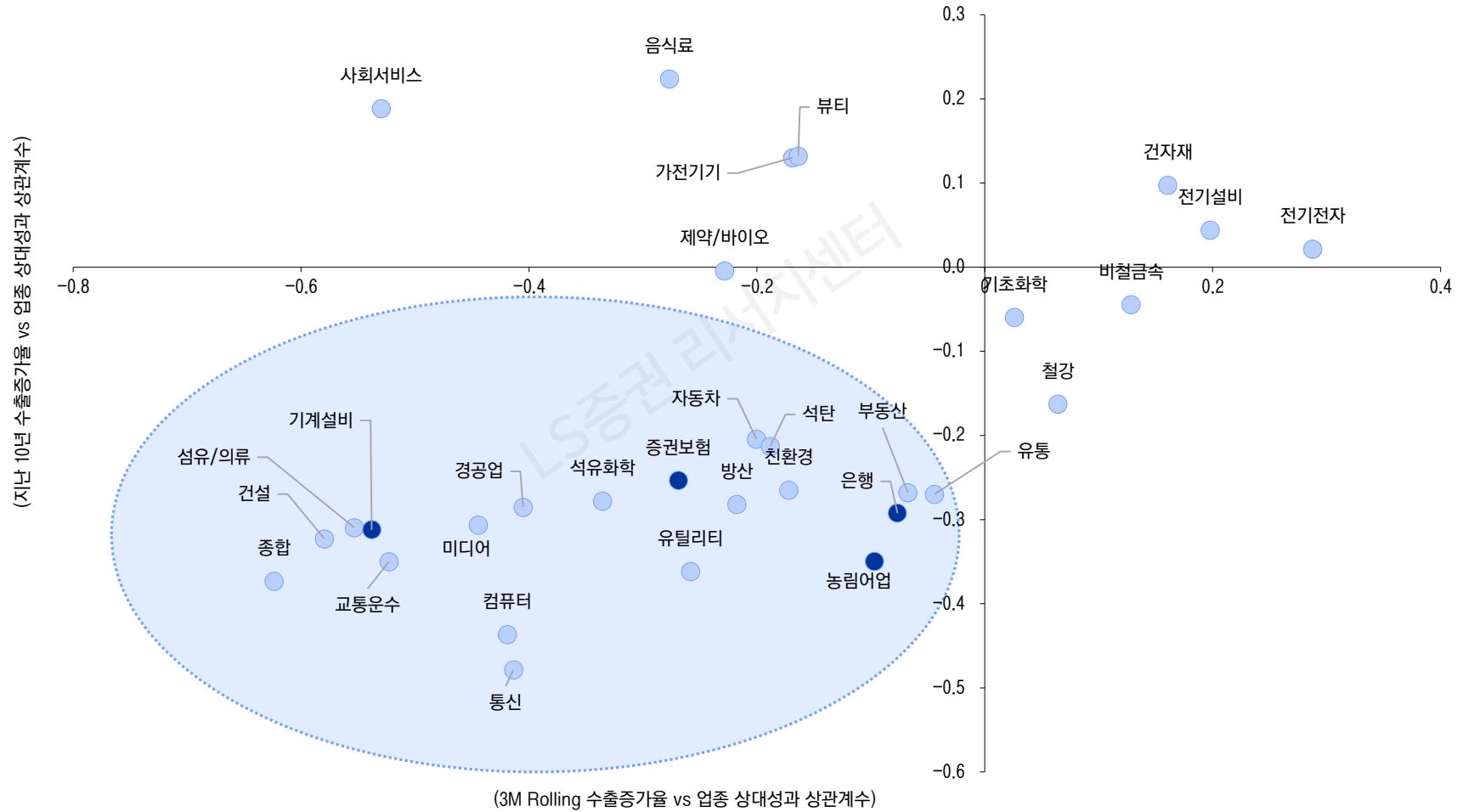
지난 10년 수출증가율 vs 업종 상대성과 상관계수

(상관계수)



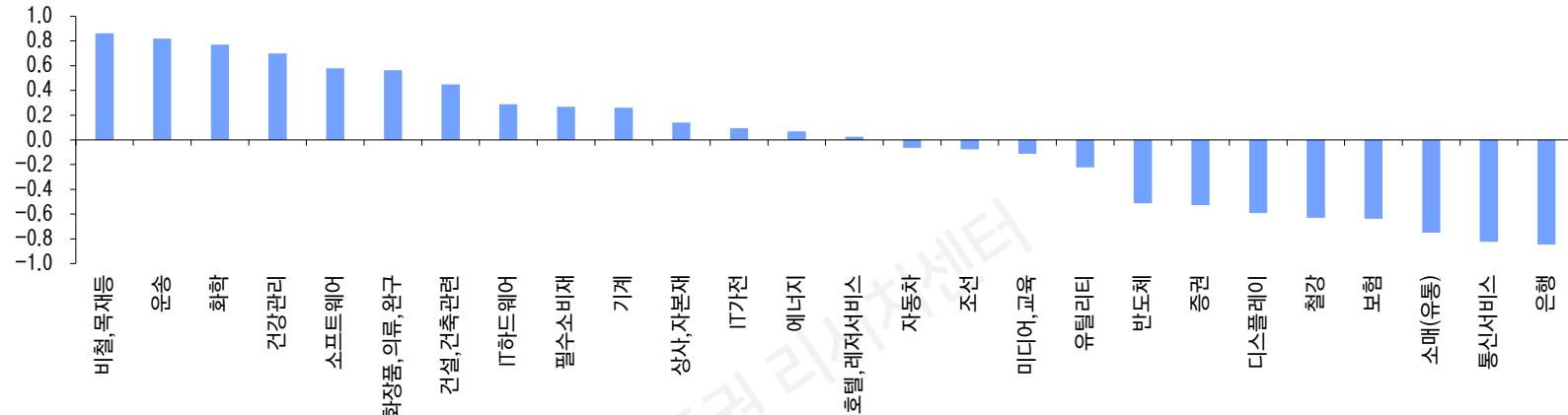
자료: Wind, Bloomberg, LS증권 리서치센터

② 수출증가율 둔화에 둔감했던 업종

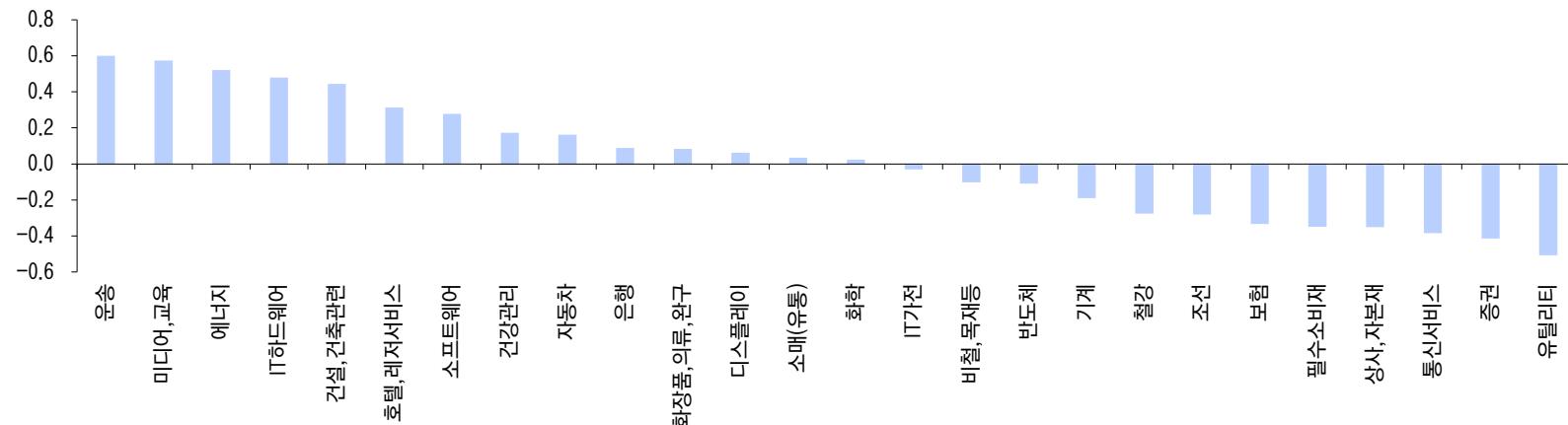


한국 업종별 상대밸류(P/B) Vs. 중국향 수출 비중

2000년 이후 상관계수



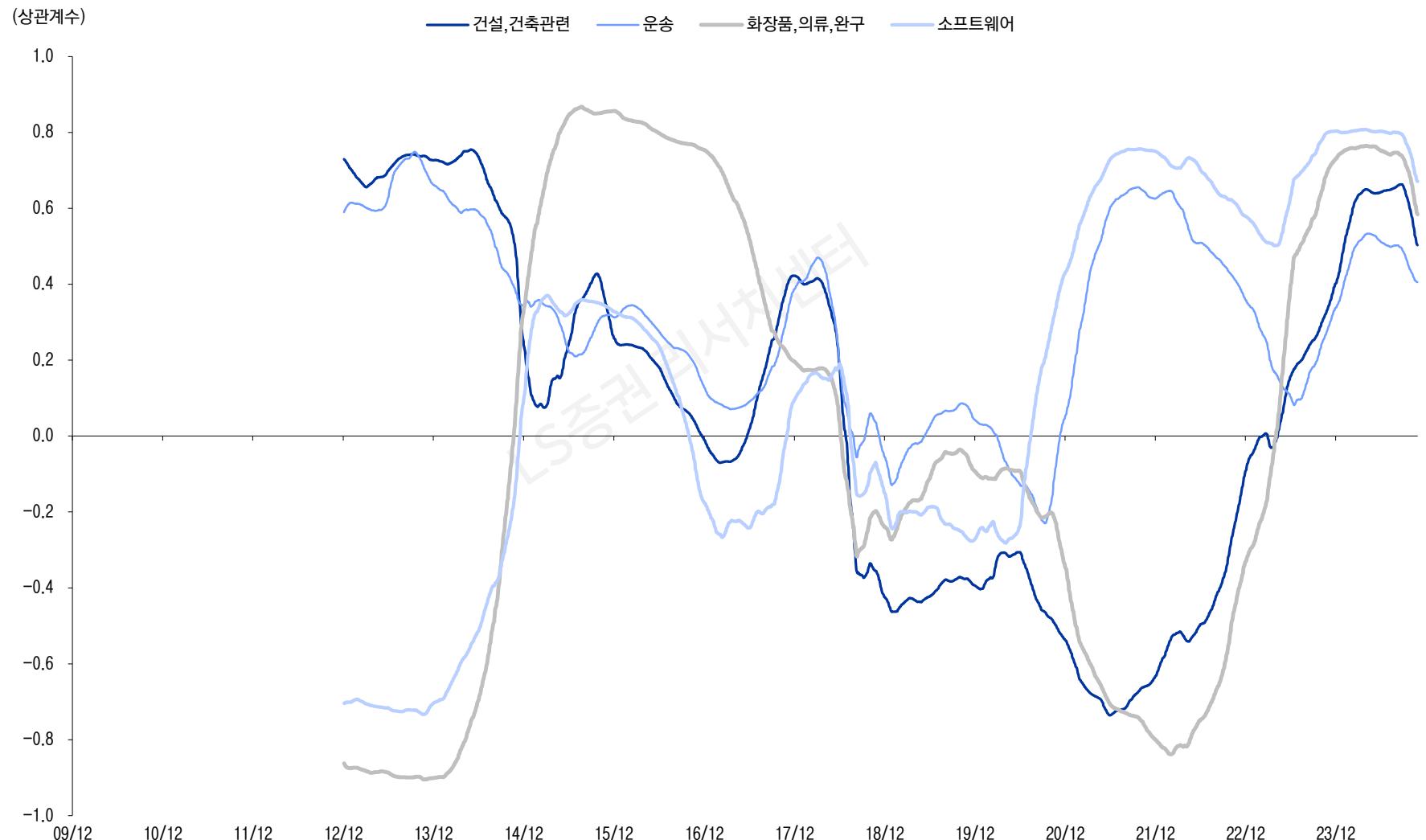
과거 5년 상관계수



자료: Quantwise, Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS Securities Research 74

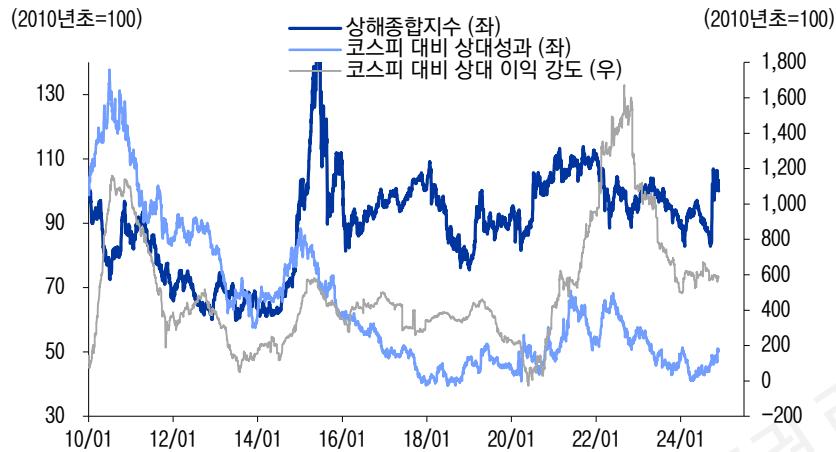
상하이종합 vs. 코스피 대비 한국 업종별 상대성과 TOP 4



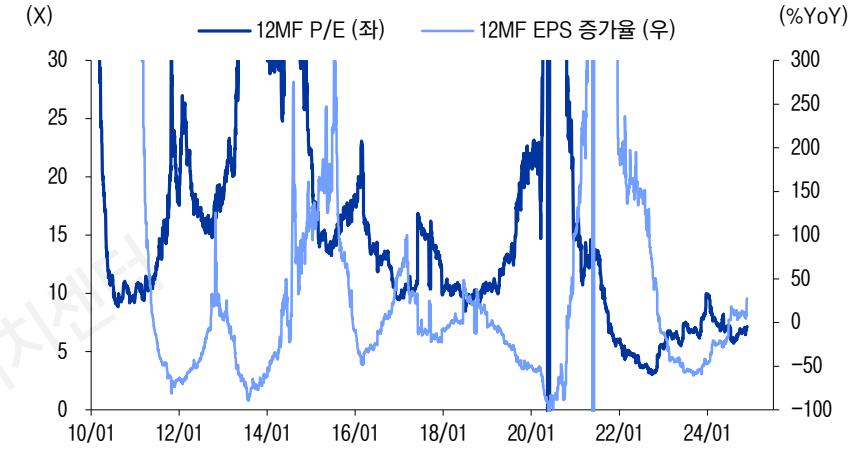
자료: Quantewise, LSEG, LS증권 리서치센터

그 중에서도 운송 & 소프트웨어가 중국발 모멘텀 받을 것

WI26 운송 vs. 상해종합지수



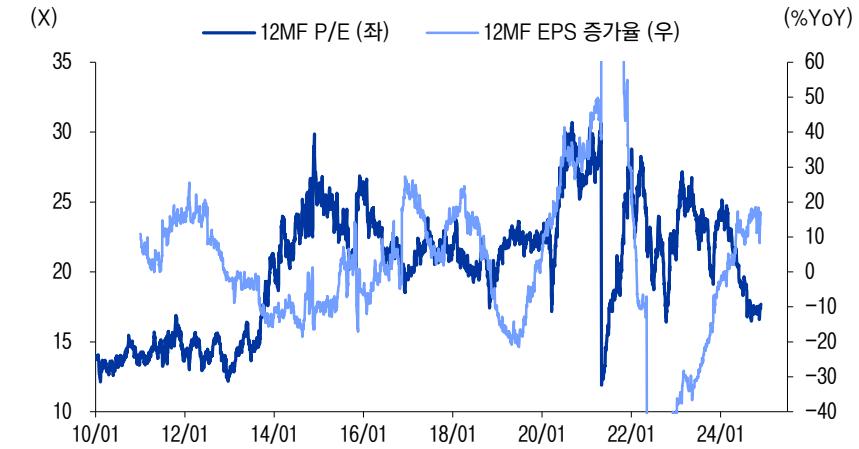
WI26 운송 12MF P/E vs. EPS 증가율



WI26 소프트웨어 vs. 상해종합지수



WI26 소프트웨어 12MF P/E vs. EPS 증가율



자료: Quantwise, LSEG, LS증권 리서치센터

Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 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 바랍니다. 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.