

Strategy Idea



글로벌 투자전략 - 신흥국

Analyst 최설화

02. 6454-4883

xuehua.cui@meritz.co.kr

양회 프리뷰 (feat.non-tech)

- ✓ 중국 기술주 부상으로 양회 주목도 하락, 단 Non-tech 업종에 양회 부양책 여전히 중요
- ✓ 서프라이즈 가능 분야는 부동산과 과잉산업 구조조정에 대한 정책 입장, 기타 컨센 부합 예상
- ✓ 매크로 부양책 예상 상회 시 非기술주 주가 반등에 유리, 반대일 경우 기술주 쓸림은 강화

'25년 양회, 여전히 중요한 이유

3월 4일부터 양회 시작

곧 양회다. 양회(兩會)는 중국에서 매년 개최되는 2개의 중요한 정치 회의를 가리키는 용어로, 전국인민대표대회(최고 권력기관으로 입법 기능)와 정치협상회의(정치 자문기구로 정책 제안 및 자문 역할 담당)를 가리킨다.

매년 양회를 주목한 이유는 정책당국의 경기부양책과 산업 정책이 금융시장 향방을 좌우했기 때문이다. 올해에는 딩시크의 부상으로 중국증시가 급등하고 있어, 예년에 비해 양회에 대한 주목도가 낮다.

올해 양회는 테크 외 기타 업종의 반등 여부에 중요

그러나 올해 양회도 여전히 중요한 의미를 가진다. 최근 중국증시가 강세이지만 기술주가 주도하는 흐름일 뿐 다른 산업으로의 확산은 나타나지 않고 있다. 이는 중국 경제가 아직 완전히 회복되지 않았기 때문이다. 따라서 주식시장의 전반적인 상승을 위해서는 기술주뿐만 아니라 다른 산업의 회복도 필수적인데 양회에서의 정책 발표가 그 촉매제 역할을 할 수 있다.

그림1 올해 항생테크, 과창50 등 기술주 독주, 반면 CSI300은 연초대비 횡보



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

'25년 양회 컨센서스와 관전포인트

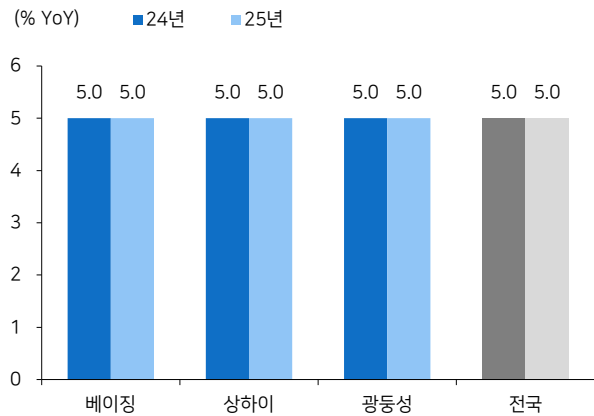
GDP 성장률 목표 5.0% 전후

1. GDP: 올해에도 중국은 연간 5.0% 전후의 성장률 목표를 유지할 전망이다. 전국 성장률과 같았던 베이징, 상하이, 광둥성의 성장률 목표가 5.0% 전후를 유지하고 있기 때문이다(그림 2). 다만 <그림 3>처럼 미중 갈등, 디플레이션 등 매크로 불안요인에 연간 성장률에 대한 시장 눈높이는 여전히 4.5% 수준에 머물러 있다. 추후 목표 달성을 위한 중국의 내수 부양 방법론에 대한 관찰이 필요하다.

물가(CPI) 목표 2.0%로 하향

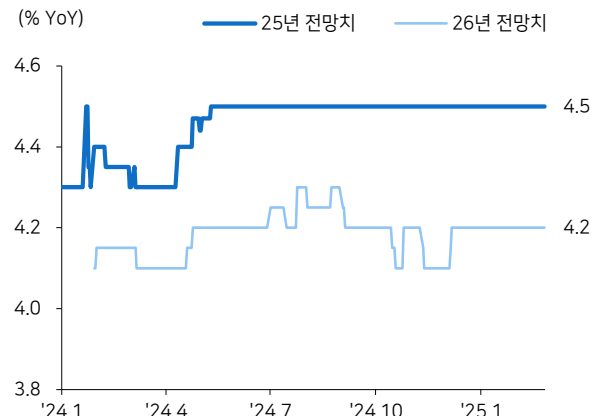
2. 물가: 물가(CPI) 목표는 '24년의 3.0%에서 2.0%로 하향 조정될 가능성이 높다. 지난 수년간 중국 경기는 디플레이션에 처해 있었기에 목표치 1%p의 하향 조정은 실질적 의미가 크지 않다. 이보다 더 중요한 것은 올해 디플레이션에서 실제 탈출하나 여부이다.

그림2 '25년 주요 지방정부 성장률 목표 5.0% 전후



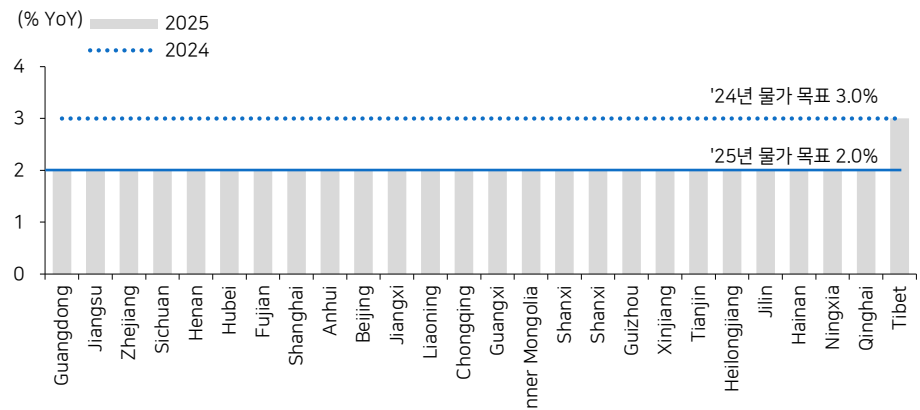
자료: 각 지방정부 양회, 메리츠증권 리서치센터

그림3 '25년~'26년 중국 GDP 성장률 평균 전망치 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 '25년 중국 물가(CPI) 목표는 3.0% → 2.0%로 하향 조정



자료: 각 지방정부 양회, 메리츠증권 리서치센터

확장적 재정 기조로

전년대비 약 4.1조 위안 순증

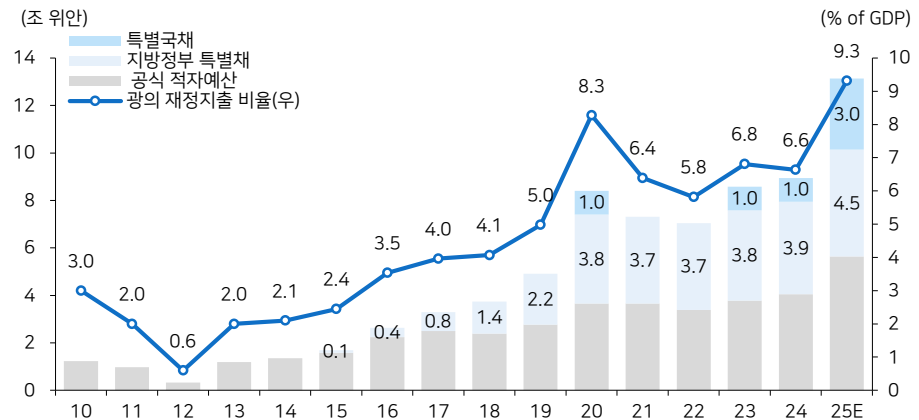
3. 재정: 작년 12월의 경제공작회의에서 '더 적극적인 재정'을 강조했기에 올해 확장적 재정 기조는 당연하다. 관전포인트는 지출 강도와 방향이다. 현재 시장 참여자들은 올해 중국이 일반 재정적자 비율을 GDP 3.0%에서 4.0%로 상향 조정하고, 특별국채 또한 작년보다 2조 위안 늘린 3조 위안 발행을 예상한다. 지방정부 특수채도 전년대비 6,000억 위안 증가한 4.5조 위안을 기대한다. 상기 가정이 현실화된다면 일반 재정적자와 국채가 포함된 광의의 재정지출 총액은 13.1조 위안으로 작년(9조 위안)보다 4.1조 위안 늘어나게 된다. GDP 대비 지출액 비율도 작년의 6.6%에서 올해의 9.3%로 크게 증가할 전망이다(그림 5).

소비재 이구환신에

전체의 15% 투입 예상

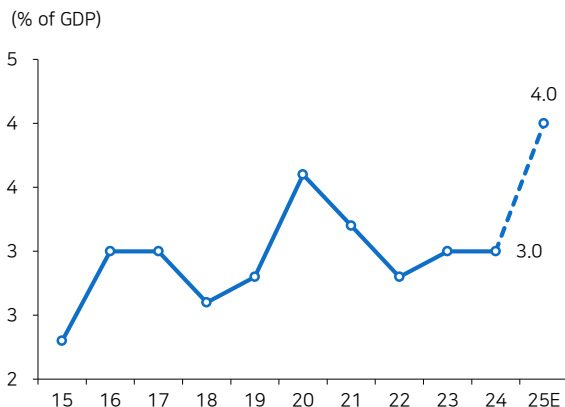
4.1조 위안의 재정 추가 지출은 1) 지방정부 부채 차환, 2) 상업은행 자본금 보충, 3) 이구환신 및 설비교체 정책, 4) 육아 보조금 등 사회복지 증가, 5) 국가전략 산업 등 기타 부문에 투입될 전망이다. 이 중 신규 수요 창출과 직접적으로 관련이 있는 소비재 이구환신 지원금은 약 5,000~6,000억 위안으로, 전체의 15%를 차지할 전망이다(그림 7).

그림5 '25년 광의 재정지출: GDP의 9.3%로 전년대비 +4.1조 위안 추가 집행 예상



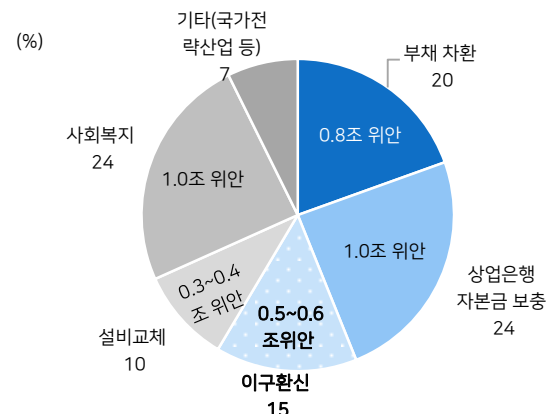
주: '25년 일반예산 적자를 4.0%, 지방정부 특수채 4.5조 위안, 특별국채 3조 위안, 명목 성장률 4.5% 가정
자료: 재정부, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림6 '25년 일반 재정 예산 적자율: 4.0%로 상향 기대



자료: 재정부, 메리츠증권 리서치센터

그림7 확장적 재정 지출 방향 Breakdown



자료: 현지 언론, 메리츠증권 리서치센터

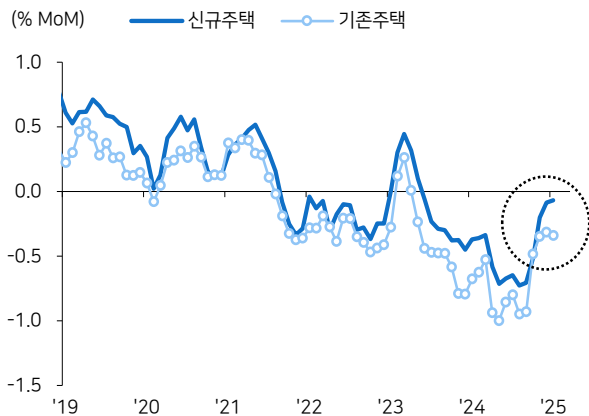
통화완화 지속

4. 통화: 통화완화도 지속될 전망이다. 작년 경제공작회의에서 2009년 이후 처음으로 정책 기조를 '온건'에서 '적절한 완화'로 변경했기 때문이다. 따라서 연간 30~40bp의 금리 인하 전망을 유지한다. 다만 미국의 끈적한 물가로 중국의 통화완화 시점이 예상보다 지연되고 있으며, 위안화 안정을 위해 중국의 통화완화 시점은 미국의 통화정책에 따라 가변적으로 변동될 전망이다.

부동산은 정부의 마중물 정책이 중요, 관전포인트는 자금투입 규모

5. 부동산: 정부의 정책 기조는 '부동산 경기의 추가 하락을 방어'하겠다는 것이다. 작년 9월 말 경기부양 패키지 발표 이후 작년 4분기 중국 부동산의 가격 낙폭이 축소되고 거래량도 증가했지만 올해 들어 반등 모멘텀은 약화되고 있다(그림 8, 9). 아직 가계의 주택매입 의지가 강하지 않기에, 추가 하락을 막기 위해서는 정부지출을 통한 부양이 필요하다. 따라서 이번 양회에서는 부동산 구제에 대한 정책의지가 지출규모 확인이 필요하며, 구제 강도가 강할수록 금융시장에 호재로 작용할 가능성이 높다.

그림8 중국 주택가격 상승률: 올해 1월 회복 모멘텀 약화



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림9 30개 주요도시의 주택 거래량: 1~2월 거래량 둔화

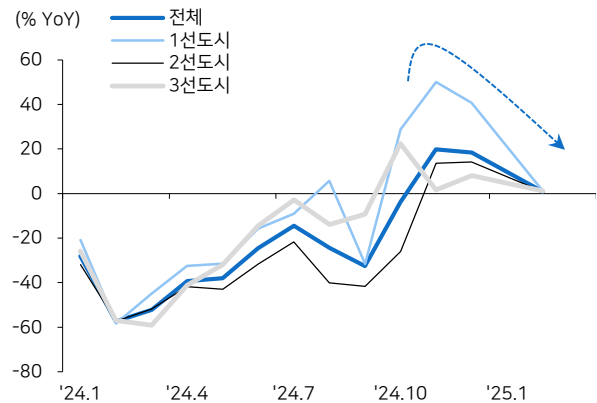
주: 2월 24일 기준
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림10 중국 가계의 신규 예금과 대출 추이



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림11 주택재고 해소를 위한 정부의 재정수단

	내용	규모	세부 내용
24년 5월	중앙은행 재대출	3,000억 위안	지방정부가 시중 주택재고를 매입하여 보장성 주택으로 사용
24년 10월	지방정부 특수채	0.6~1.0 조위안 예상	특수채로 토지매입 허용 또는 주택재고를 매입하여 보장성주택으로 전환 허용
	100만채 성중촌 개조	?	성중촌 개조 대상 주민들은 신규주택을 기다리거나 또는 이미 지어진 주택에 입주 가능

자료: 인민은행, 재정부, 메리츠증권 리서치센터

딥시크로 기술 혁신 및 자립 다시 강조 예상

6. 산업정책: 12월 경제공작회의에서 올해 주요 사업의 1순위를 내수 확대, 2순위 기술자립으로 정했다. 다만 딥시크의 부상으로 미국과의 AI 기술 격차를 좁힐 수 있는 가능성이 커졌고, 올해에 차기 5개년 계획인 <15·5개년 계획>을 수립해야 하는 점에서 AI 산업의 육성과 기술 자립 기조가 강화될 가능성이 높다. 작년 양회에서 언급했던 8대 전략 산업이 재차 강조되거나 더 확대될 수 있다.

한편 중국은 2015년의 '인터넷+' 전략처럼 올해 'AI+' 전략을 제시하면서 기술 혁신을 통한 새로운 형태의 소비재 공급을 통해 내수 소비를 확대하려고 할 것이다. 휴머노이드 로봇, 자율주행 등 산업에 대한 지원 강화가 기대되는 이유이다.

그림12 '중국제조 2025'와 '중국제조 2035'의 전략적 산업 비교



자료: 2024년 양회, 메리츠증권 리서치센터

과잉산업 구조조정 기대 부각, 정책 입장 재확인될 경우 소재 가격 반등에 유리

7. 과잉산업 구조조정: 올해 들어 철강, 태양광 산업에 대한 구조조정 기대가 강화되고 있다. 지난 2월 10일 공업정보화부(MIIT)가 10년 만에 <철강산업 규범화 조건(2025년)>을 수정 발표했다. 기업의 자율적 참여 하에 '26년까지 전 공정의 친환경 개조 및 고부가가치와 스마트화 방향으로의 질적 성장을 요구했다. 이에 향후 낙후 설비의 폐기 등 공급 축소가 기대된다. 물론 '15년의 정책대비 구조조정 강제성이 약하지만, '21년부터 공급만 늘려왔던 중국기업의 전략에 변화가 발생하게 되면 글로벌 소재 가격의 반등에 유리할 수 있다. 양회에서 관련 정책 입장이 더 강화되는지 여부를 중요하게 관찰할 필요가 있다.

표1 철강산업 규범 조건(2025년) 주요 정책 변경 내용

구분	세부 내용
1) 평가 체계 개편	- 선도형 모범 기업을 새롭게 추가. 기업이 고부가가치, 저탄소, 스마트화 방향으로 전환하도록 장려. 철강업 기술 개진을 요구
2) 환경보호 기준 강화	- '26년까지 전 공정의 초저배출 개조 및 공시. 소결기, 코크스 오븐, 고로 등의 전통 설비의 폐쇄·퇴출을 유도. 또한 저탄소 제철 및 전기로 제강으로의 전환을 장려하여 환경 보호 투자 확대 및 낙후 생산능력 퇴출 가속화
3) 에너지 소비 기준 강화	- '5년 말까지 주요 생산 공정의 에너지 소비 지표를 '산업 주요 분야 에너지 효율 기준 및 벤치마크 수준' 도달할 것을 요구
4) 단공정(Short Process)지원	- 합금강 비율을 높이는 특화 지표를 추가하여 단공정 제강 기술 발전과 고효율 고철 활용을 촉진.
5) 스마트화 지표 도입	- 선도형모범 기업 평가에 스마트화 지표 추가해 기업이 스마트제조 표준 작성에 참여토록 유도, 철강업과 정보기술 융합 촉진
6) 산업구조 개편 장려	- 선도형 모범 기업의 효율성 지표에 인수·합병을 포함하여, 산업 집중도를 높이고 자원 통합 역량을 강화하도록 장려
정책 집행 강도	25년 정책은 자율적. '15년의 강제성에 비해 집행 강도는 약한 편

자료: 중국 철강협회, 메리츠증권 리서치센터

부양 강도 서프라이즈면 CSI300 반등, 반대면 기술주 쏠림 강화될 것

정책 서프라이즈 예상 분야:
부동산과 과잉산업 구조조정

현시점에서 이번 양회에서 시장 기대를 상회할 수 있는 분야는 부동산과 과잉산업 구조조정이 될 것으로 예상된다. 1) 아직 해당 분야에 대한 시장의 눈높이가 높지 않고, 2) 상기 문제의 해결 또한 중국 경기의 고질적 문제였던 디플레이션을 일부 해결할 수 있기 때문이다.

재정은 이미 눈높이 높아져 있음

반대로 시장 기대를 하회할 수 있는 분야는 재정지출 규모이다. 위의 <그림 5>에서 확인되듯이 확장적 재정에 대한 시장의 눈높이는 이미 상당히 높아져 있다. 그러나 정부의 재정수지가 수년간 악화된 점, 아직 미중 갈등이 본격적으로 경기에 충격을 주지 않고 있는 점 등을 고려하면 재정정책 규모는 예상에 부합하거나 또는 소폭 하회할 가능성이 높을 것이다. 한편 소비 부양이나 산업정책은 시장의 기대치에 부합할 것으로 판단된다.

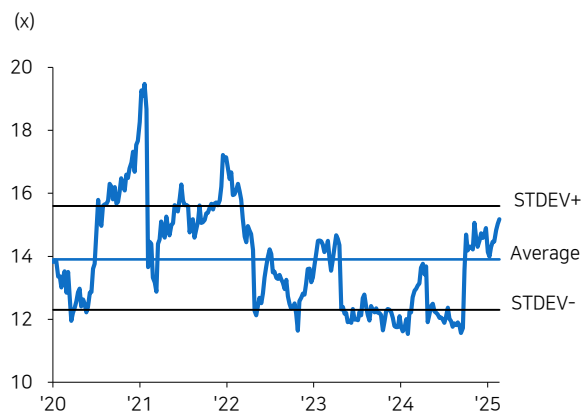
부양 강도 서프라이즈이면
CSI300 반등에 긍정적

결과적으로 주가는 정책 서프라이즈 여부에 따라 움직일 것이다. 만약 부동산과 과잉산업 구조조정에서 예상보다 강한 코멘트가 나온다면 중국증시는 기술주 독주에서 철강, 부동산 등 기타 업종으로의 주가 상승이 확산될 수 있다. 즉 CSI300과 같은 대형주의 상대 강도가 높아질 수 있다.

반대면 기술주 쏠림 심화될 것

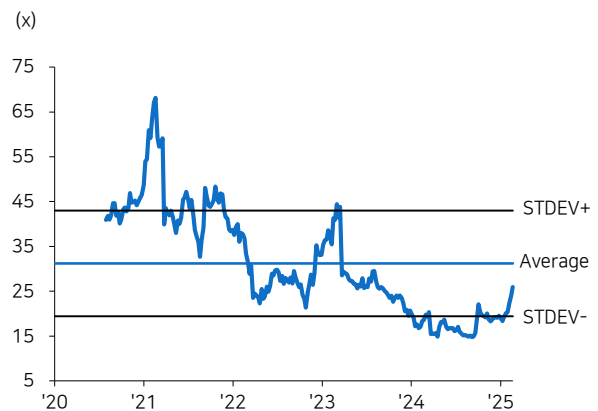
그러나 현재 CSI300 지수의 12개월 예상 PER는 15.2배로 지난 5년간의 +1 표준편차 레벨까지 상승해 저가 매력이 높지 않다. 따라서 양회에서 매크로 부양책이 컨센서스에 부합하거나 기대치를 하회한다면 오히려 산업 성장 가시성이 높은 기술주로의 쏠림이 강화될 수 있다. 항셍테크의 12개월 예상 PER는 26배로 과거 대비 여전히 상대적 낮기 때문이다(그림 14).

그림13 CSI300의 12개월 예상 P/E 15배, +1 표준편차 수준



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 항셍테크의 112개월 예상 P/E 26배, 평균 이하



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.
