

중국은 지금

중화권 증시, 유동성 위에 쌓인 기대감들



키움증권 리서치센터 글로벌리서치팀

| China Strategy Analyst 박주영 jyp1ark@kiwoom.com

SUMMARY

상해종합이 최근 10년 최고치를 기록 중이다. 유동성 모멘텀 속에서 다수 기대감이 반영되며 단기 실적과 정책의 예상치 하회 등 우려가 완화됐다. 특히 최근에는 중국 가계 자산의 증시 유입 기대감까지 재차 강화됐다. 중화권 증시는 최근 주가 강세로 인해 9/3 전승절 전후 차익실현 매물 출회 가능성이 존재하나 10월까지 본토 및 역외 증시 모두 기대감이 유지될 것으로 예상된다.

상해종합 최근 10년 최고치 기록 중

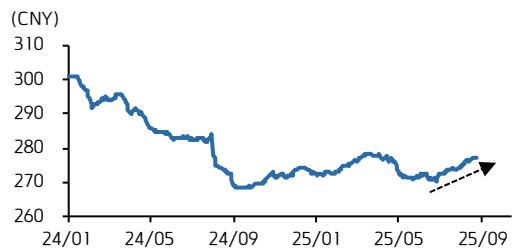
중화권 증시가 강세를 보이고 있다. 상해종합이 최근 10년 내 최고치를 기록했고, 역외 증시도 긍정적인 주가 흐름을 지속하고 있다. 최근 지정학적 리스크, 실적 부진, 정책 예상치 하회 관련 우려가 크게 완화됐으며, 10월 4중전회를 앞두고 중국 경기의 구조개혁 및 산업 관련 정책 기대감이 확산 중이다.

1)지정학적 리스크: 미중 양국 간에 90일 추가 유예에 합의하며 크게 완화됐다. 2)실적: 중국의 공급과잉 완화 정책 기조로 인해 시장의 초점이 단기 부진보다는 내년도 이익 개선 가능성으로 옮겨갔다. 정책의 최종 실효성은 추가적인 발표 내용에 대한 확인이 중요하나, 최종 발표 전까지는 기대감이 유지될 전망이다. 상해종합 EPS 추정치는 6월을 저점으로 반등 중이다. 3)정책: 7월 경기 지표가 둔화되면서 과거 대비 정책 필요성이 높아졌다. 특히 최근 중국의 정책 방향이 생산에서 소비로 점진적으로 옮겨가고 있다는 점이 고무적이다. 기대감은 향후 추가적인 소비 지원 정책 출시 가능성으로 이어지고 있다.

기대감을 뒷받침하는 것은 유동성이다. 상해종합 기준 주간 거래량 및 신용잔고 모두 15년 최고치 수준에 근접했다. 특히 최근에는 그간 꾸준히 제기되어 왔던 중국 가계 자산의 증시 유입 기대감이 재차 강화됐다. 7월 가계 예금 감소 폭이 계절성을 상회했으며, 비은행 금융기관의 예금은 크게 증가했기 때문이다. 팬데믹 기간 중국 가계는 경기 우려와 부동산/증시의 동반 부진으로 인해 과거 대비 초과 저축을 보였으며, 채권 등 안전자산을 중심으로 투자해왔다. 다만 지난 2년간 중국 예금 금리의 가파른 하락과 최근 중화권 증시의 반등으로 인해 가계자산의 유입 가능성성이 커졌다는 판단이다. 과거와 같은 주식 투자 비중까지 확대된다고 가정할 경우 가계자산의 증시 대기 자금은 본토 증시 유통시가 총액의 5~7% 수준으로 추정된다. 다만 이러한 기대감은 지난 2~3년간 지속되어 왔던 만큼 본격적인 유입 여부에 대한 트래킹이 중요하다.

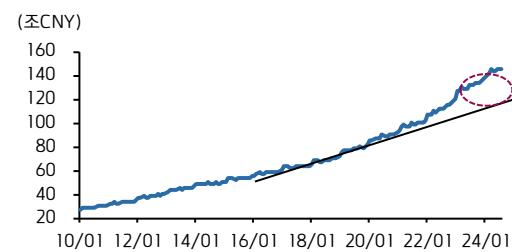
중화권 증시는 최근 2개월 주가 강세로 인해 9/3 전승절 전후 차익실현 매물 출회 가능성이 존재하나, 10월 4중전회까지 기대감이 지속되며 긍정적인 주가 흐름이 예상된다. 한편 지난 7월 이후 본토 증시가 아웃퍼폼하고 있으며, 최근 2개월 상대수익률 측면에서 부진한 역외 증시의 추가 상승 가능성이 기대된다. 다만 본토 증시 기준 이익의 추세적 전환은 아직 확인되고 있지 않아 과도한 낙관에는 유의가 필요하다. 향후 유동성 모멘텀 지속 여부와 중국 10년물 금리 및 위안화 환율을 통해 정책 기대감에 대한 확인이 중요할 것으로 예상한다.

상해종합 12M FWD EPS



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 가계 자산 예금 잔고

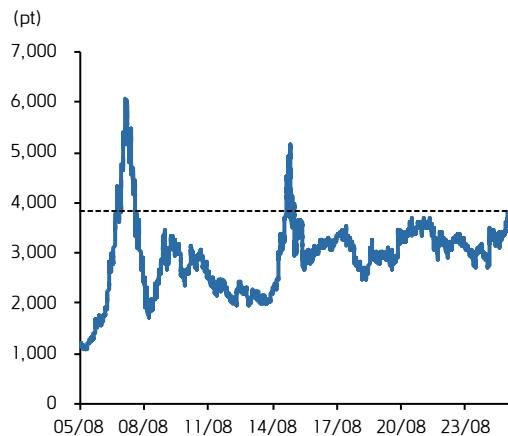


자료: Wind, 키움증권 리서치

상해종합 지수 최근 10년 최고치 기록

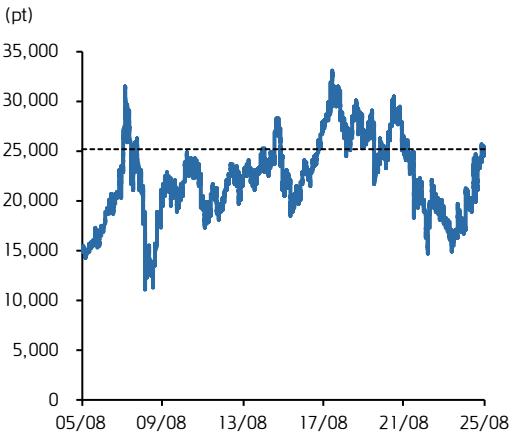
중화권 증시가 강세를 보이고 있다. 상해종합이 최근 10년 고점을 경신했으며, 역외 증시도 긍정적인 주가 흐름을 지속하고 있다. 유동성과 정책 기대감으로 우려는 크게 완화됐고, 신규 기대감이 유입 중이다.

상해종합 지수



자료: Wind, 키움증권 리서치

홍콩항셍 지수

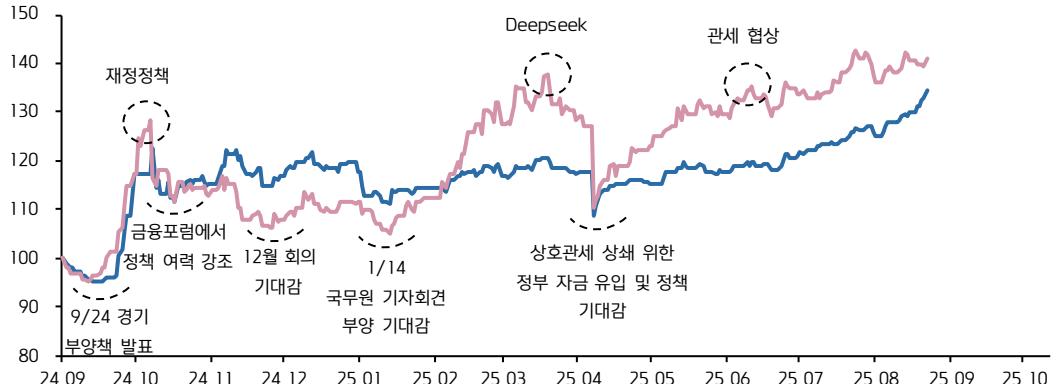


자료: Wind, 키움증권 리서치

상해종합/홍콩항셍 최근 주가 추이

(24/9/1=100)

■ 상해종합 ■ 홍콩항셍



자료: Wind, 키움증권 리서치

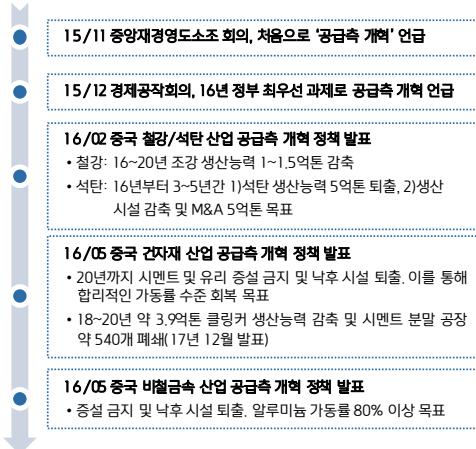
관세/디플레이션 우려는 추가 유예/정책으로 완화, 15차 5개년 계획 기대감은 확산

과거 중화권 증시의 추가 상승을 위해서는 신규 정책 발표, 산업(AI 등) 모멘텀, 지정학적 리스크 개선이 필요하며, 기대감이 일부 반영되고 있는 만큼 2분기 실적 시즌을 앞두고 변동성에 유의할 필요가 있다고 언급한 바 있다. 다만 최근 2개월 관련 우려는 크게 완화됐으며, 오히려 10월 15차 5개년 계획을 앞두고 중국 경기의 구조 개혁과 주요 육성 산업의 정책 기대감이 확산 중이다.

- 1) 지정학적 리스크: 미중 관세 협상의 세부적인 내용이 아직 발표되고 있지 않으나, 90일 추가 유예에 합의하며 크게 완화됐다.

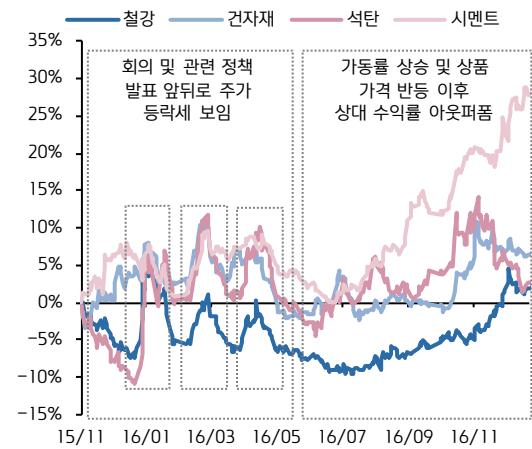
- 2) 2분기 실적: 디플레이션은 여전하나 중국의 공급과잉 완화 정책으로 인해 시장의 초점이 단기 기업 이익 둔화보다는 내년도 이익 개선 가능성으로 옮겨갔다는 판단이다. 과거 15년 처음으로 공급 측 개혁을 언급한 이후 최종 정책 발표까지 3~6개월이 소요된 바 있다. 공급과잉 정책의 최종 실현은 추가적인 정책 발표 내용에 대한 확인이 중요하나, 정책 발표 전까지는 관련 정책 기대감이 유지될 것으로 예상하며, 내년도 기업 이익 개선 기대감도 지속될 전망이다. 상해종합 12M FWD EPS는 6월을 저점으로 반등하기 시작했다.
- 3) 정책: 7월 경기 지표가 둔화되면서 과거 대비 정책 필요성이 확대됐다. 7월 정치국회의에서 양호한 상반기 경기 성과에도 불구하고 지속적인 정책 지원을 암시한 만큼 하반기 경기 지표가 둔화될수록 정책 강도는 확대될 것으로 예상된다. 여기에 더해 중국정부의 정책 방향이 생산에서 소비로 점진적으로 옮겨가고 있다는 점이 고무적이다. 최근 중국은 신생아 보조금 지급, 취학전 아동의 공립 유치원 비용 면제, 소비자 대출 이자 보조 정책을 발표했다. 신생아 보조금 및 유치원 비용 면제 정책은 중국 소매판매에 0.3% 증가에 기여할 것으로 예상된다. 정책 강도가 높지는 않으나, 중국의 정책 기조가 전환되기 시작했다는 점에서 긍정적이고, 기대감은 향후 추가적인 소비 지원 정책 출시 가능성으로 이어지고 있다.

15~16년 중국 공급측 개혁 타임라인 정리



자료: 중국정부, 키움증권 리서치

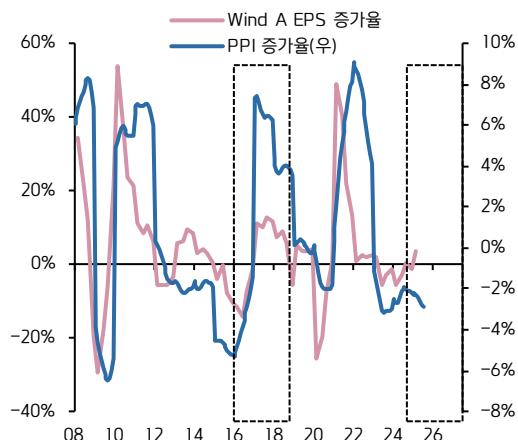
과거 공급측 개혁 시기 주요 업종 상대수익률



주: Wind A 지수 대비

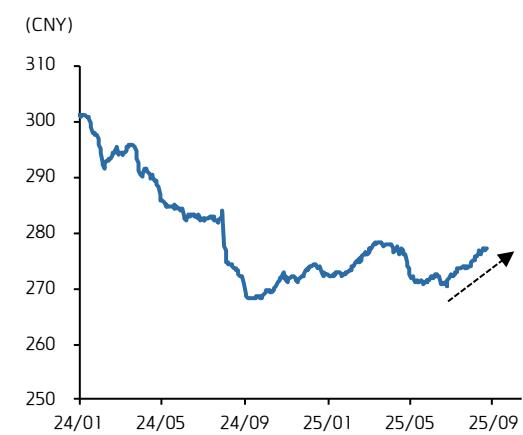
자료: Wind, 키움증권 리서치

Wind A EPS 및 PPI 증가율



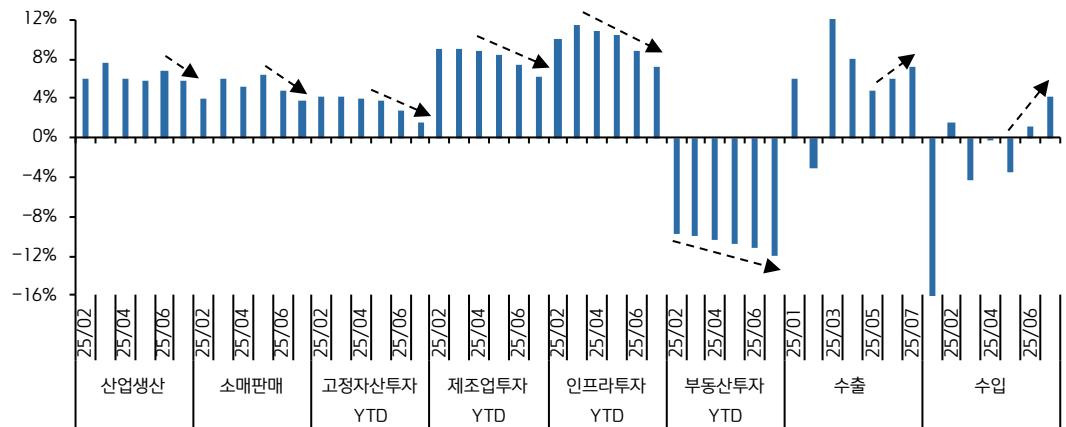
자료: 중국정부, 키움증권 리서치

상해종합 12M FWD EPS



자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 주요 실물 지표 월별 추이

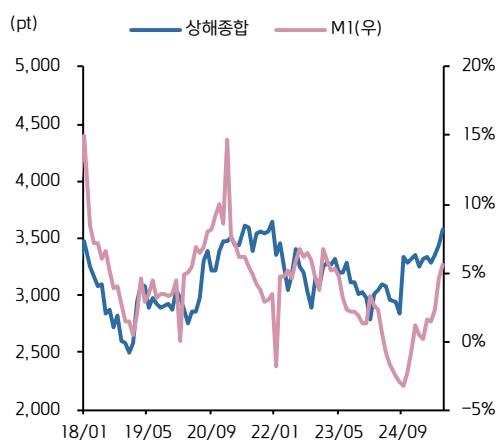


자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

다수 기대감을 뒷받침하는 것은 유동성 모멘텀. 최근 증시 대기 자금 기대감 확산 중

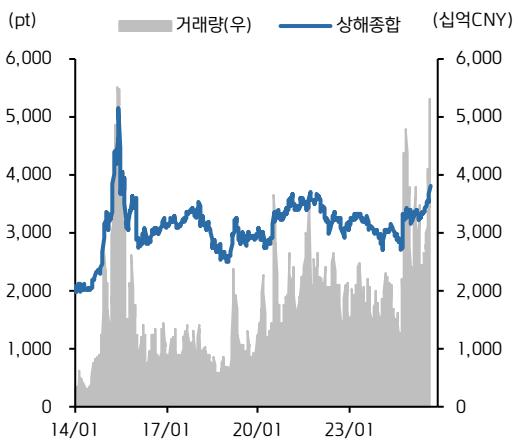
기대감을 뒷받침하는 것은 유동성 모멘텀이라고 판단한다. M1 증가율은 지난 24년 9월 YoY -3.3%를 저점으로 25년 7월 YoY +5.6%까지 반등했다. 상해종합 기준 주간 거래량은 5.3조위안으로 15년 최고치(5.5조위안) 수준에 근접했으며, 본토 증시 신용 잔고도 최근 10년 내 최고치를 기록하며 15년 수준까지 증가했다. 25년 8월 23일 기준 본토 자금의 홍콩증시 순유입 금액은 8,911억위안으로 24년 연간 수준을 크게 상회 중이다.

상해종합 및 M1 증가율



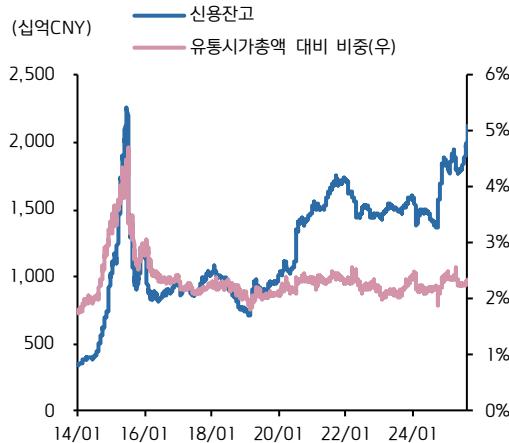
자료: Wind, 키움증권 리서치

상해종합 주간 주가 및 거래량



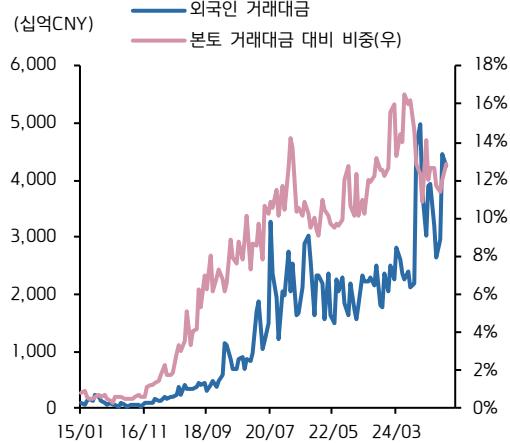
자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 신용잔고 및 유통시가총액 대비 비중



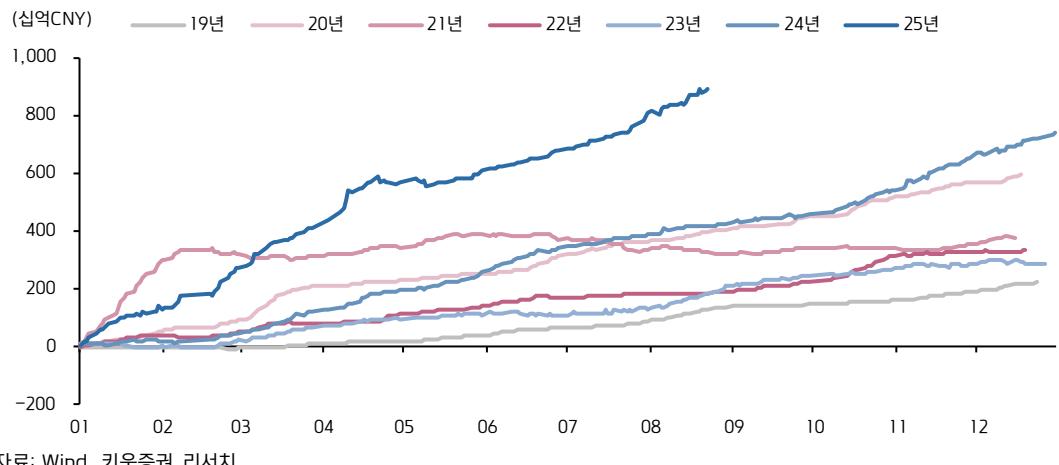
자료: Wind, 키움증권 리서치

외국인 거래량 및 본토 증시 거래량 대비 비중



자료: Wind, 키움증권 리서치

연도별 본토 자금의 홍콩증시 순유입 추이

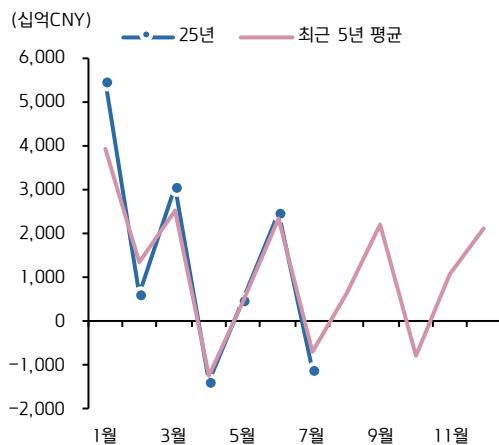


자료: Wind, 키움증권 리서치

특히 최근에는 그간 꾸준히 제기되어 왔던 중국 가계 자산의 증시 유입 기대감이 재차 강화됐다. 7월 가계 예금의 전월 대비 감소 폭은 계절성을 상회했으며, 비은행 금융기관의 예금은 과거 대비 크게 증가하는 모습을 보였기 때문이다. 팬데믹 기간 중국 가계는 부진한 경기 전망과 부동산/증시의 동반 부진으로 인해 과거 대비 초과 저축하는 모습을 보였으며, WMP 투자도 채권 등 안전자산 위주로 투자해왔다. 지난 2년간 중국 예금 금리의 하락과 중화권 증시의 회복으로 인해 초과 저축과 안전자산 중심이었던 WMP 자산의 유입 가능성이 커졌다고 판단된다. 지난 15~19년 대비 20~25년 중국 가계 자산의 '초과 저축' 규모는 35조 원으로 추정되며, '초과 저축'과 WMP 자산의 21년과 비슷한 규모의 주식 투자 배분은 5~6조 원 규모의 증시 대기 자금이 있는 것으로 추정된다. 현재 본토 증시의 유통시가총액이 94조 원인 점을 감안하면 5~7% 수준으로 유의미한 자금 유입이 기대되는 상황이다. 다만 이러한 기대감은 지난 2~3년간 지속되어 왔던 만큼 본격적인 자본 유입 여부를 지속적으로 트래킹하는 것이 중요하다는 판단이다.

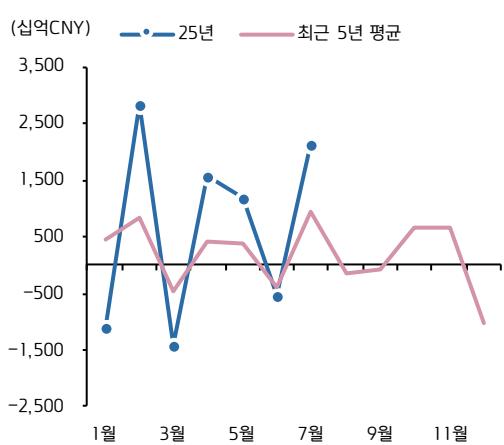
2025년 8월 26일 **중국은 지금,**
중화권 증시, 유동성 위에 쌓인 기대감들

중국 가계 예금 MoM 순증



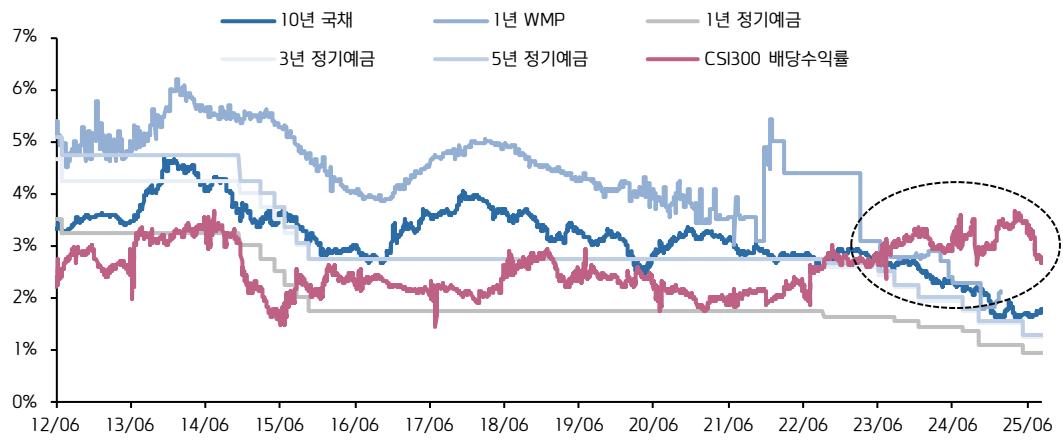
자료: Wind, 키움증권 리서치

비은행 금융기관의 예금 MoM 순증



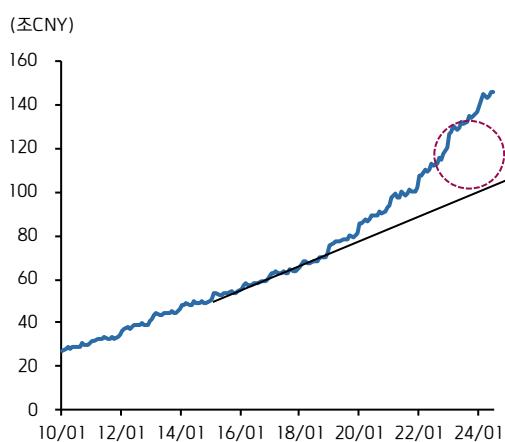
자료: Wind, 키움증권 리서치

CSI300 배당수익률 및 주요 안전자산 수익률



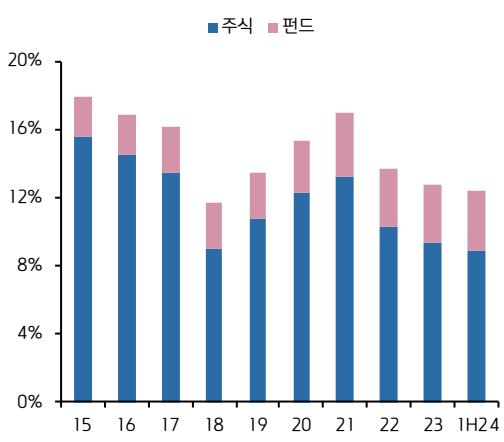
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 가계 자산 예금 잔고



자료: Wind, 키움증권 리서치

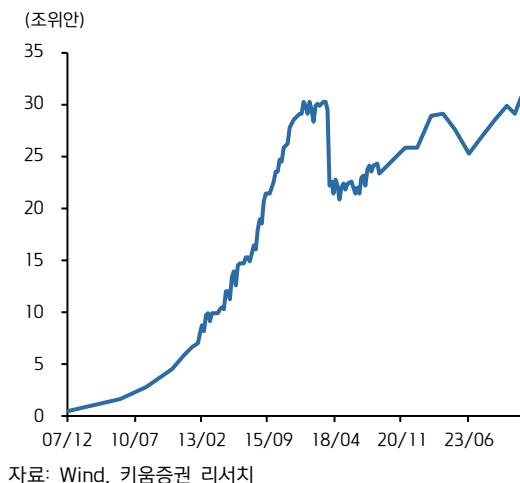
중국 가계 금융자산 주식 및 펀드 투자 비중



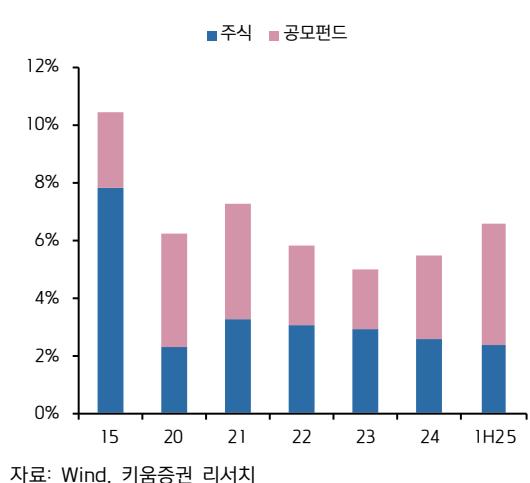
자료: Wind, 키움증권 리서치

2025년 8월 26일 **중국은 지금,**
중화권 증시, 유동성 위에 쌓인 기대감들

중국 WMP 자산 규모



중국 WMP 자산 주식 및 공모펀드 투자 비중



중국 가계 예금/본토증시 유통시가총액 비율 및 Wind A 지수



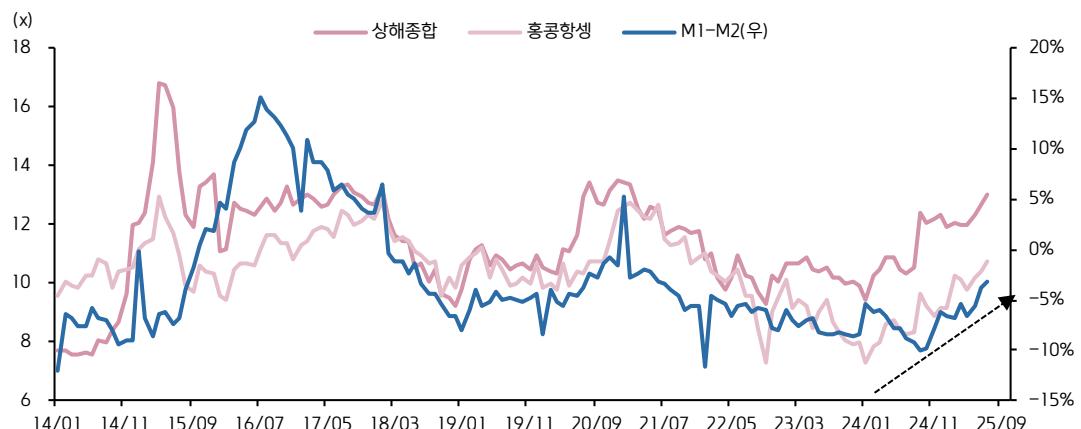
차익실현 부담에도 10월까지 기대감 지속 전망. 최근 부진한 역외 증시 추가 상승 기대

유동성 모멘텀 속에서 다수 기대감이 반영되면서 벨류에이션 리레이팅으로 인해 중화권 증시는 최근 강세를 보이고 있다. 최근 2개월 주가 강세로 인해 9/3 전승절 전후 차익실현 매물 출회 가능성이 존재하나 10월 4중전회를 앞두고 15차 5개년 계획 관련 기대감이 중화권 증시 내에서 지속될 가능성성이 크다는 판단이다.

한편 지난 7월 이후 본토 증시가 역외 증시를 아웃퍼포먼스하는 중이다(최근 2개월 주가수익률: 상해종합 13% vs 홍콩항셍 7%). 본토 증시를 중심으로 유동성 모멘텀이 확대됐으며, 공급측 개혁 기대감으로 인해 이익 개선 기대감까지 이어졌기 때문이다. 단기적으로 긍정적인 투자심리 속에서 최근 2개월 상대수익률 측면에서 부진한 역외 증시의 추가 상승 가능성성이 기대된다.

다만 본토 증시 기준 이익 개선의 추세적 전환이 아직 확인되고 있지 않아 과도한 낙관에는 유의가 필요하다. 또한 최근 인민은행의 통화정책보고서에서 유동성 관련 코멘트가 1분기 대비 중립적으로 소폭 조정된 만큼 향후 유동성 모멘텀 지속 여부에 대한 확인이 중요하다. 그 외 공급측 과잉 원화 정책의 강도와 이에 따른 중국 기업의 이익 개선 여부는 단기적으로 확인하기 어려우며, 중국 10년물 금리 및 위안화 환율 추이를 통해 기대감 여부에 대한 확인이 중요할 것으로 예상한다.

상해종합/홍콩항셍 12M FWD PER 및 M1 증가율



자료: Wind, 키움증권 리서치

상해종합 12M FWD PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

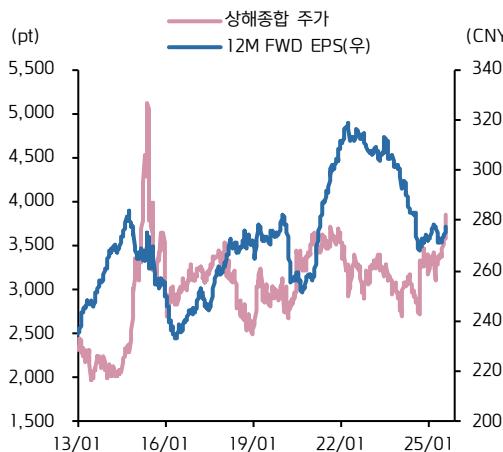
홍콩항셍 12M FWD PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

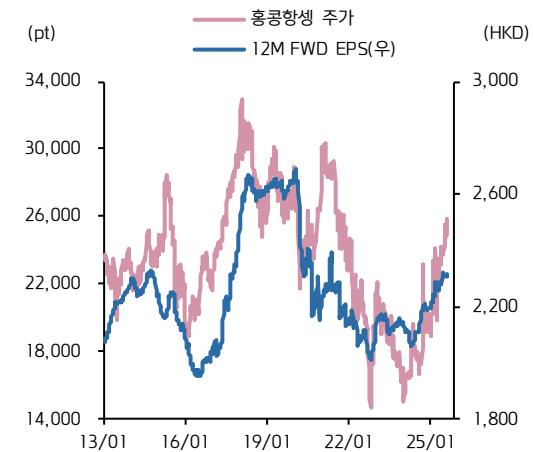
2025년 8월 26일 **중국은 지금,**
중화권 증시, 유동성 위에 쌓인 기대감들

상해종합 12M FWD EPS 및 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

홍콩항셍 12M FWD EPS 및 주가



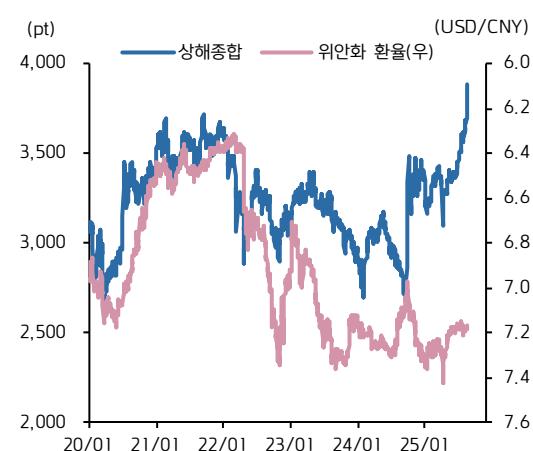
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

홍콩항셍/상해종합 상대 주가 및 이익 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치

상해종합 및 위안화 환율



자료: Wind, 키움증권 리서치

상해종합 및 중국 10년물 금리



자료: Wind, 키움증권 리서치

2025년 8월 26일 **중국은 지금,**
중화권 증시, 유동성 위에 쌓인 기대감들

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사 결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.