



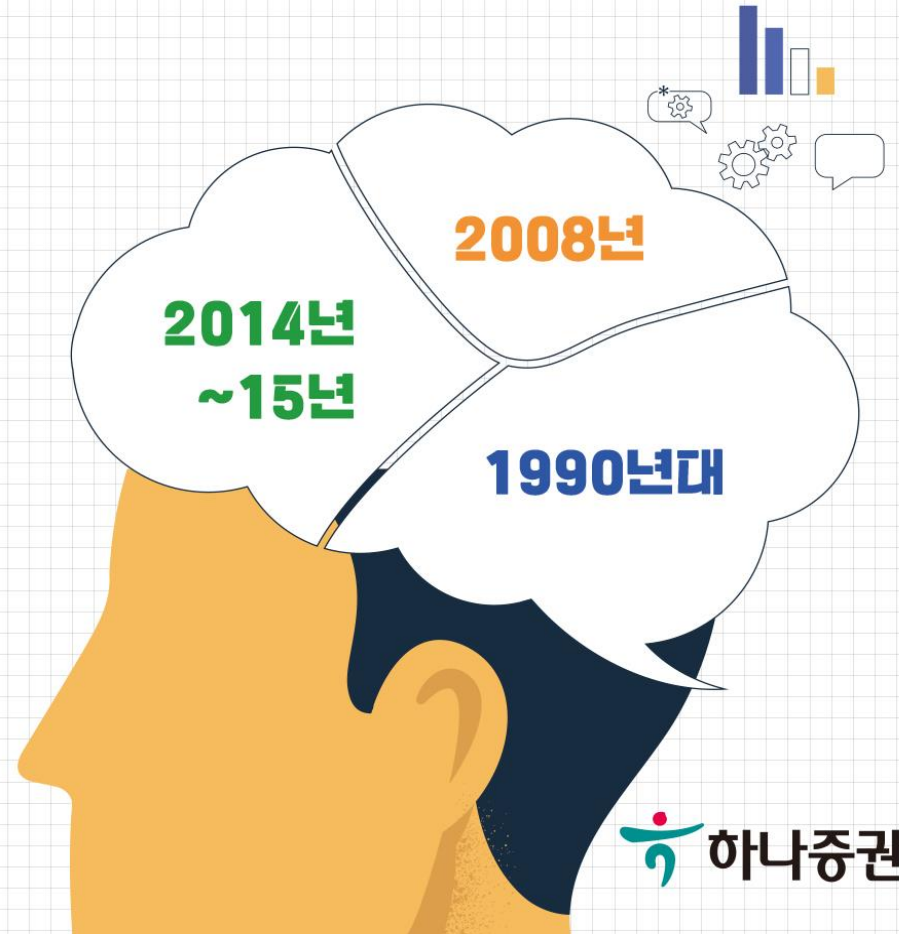
Monthly | 2023년 3월

까마귀 전략

3월 주식시장 전망과 전략



중국 | 중국, 그냥 꽃샘 추위



중국/신흥국전략 김경환
02-3771-7616
khstyle11@hanafn.com

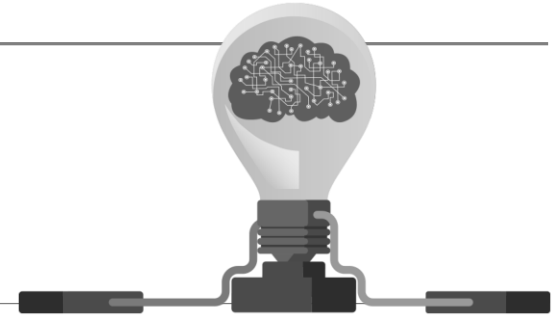
RA 김근아
02-3771-7698
geunak@hanafn.com



까마귀 전략

3월 중국 주식시장 전망과 전략

중국, 그냥 꽃샘 추위



하나증권 리서치센터 글로벌투자분석팀

중국/신흥국전략 김경환

E-mail: khstyle11@hanafn.com / Tel : 02-3771-7616

[요약] 중국, 그냥 꽃샘 추위

[꽃샘 추위] 사라진 2월 효과. 리오프닝과 중국 자산 재평가 신뢰 필요

- 2월 중화권 증시는 '춘절-전인대' 효과가 무색했다. 경제지표와 실적 공백기인 2월에 부양책과 리오프닝 기대보다는 미국 금리 상승과 미중 분쟁 경계감(풍선/제재/러우이슈)이 자산시장을 압도했다. 미국 금리와 달러지수 상승을 방어하지 못하며 위안화, 홍콩증시, 본토 성장주는 1월 상승분을 대부분 반납했다. 리오프닝 초기 중국은 재고조정 후반부 부담이 분명히 상존한다. 상반기는 경기에 탄력적인 수출과 부동산보다는 소비, 서비스업, 인프라 투자 중심 회복이라는 점에서 베이스는 낮지만 분야별 회복에도 시차가 있다.
- 그러나, 우리는 대외 악재와 리오프닝 효과에 대한 우려는 단기적이며 2023년 중국 경기와 증시의 상승 추세는 유효하다고 평가한다. 중국의 3대 위험(체제/규제/장기침체)에 대한 재평가 여력이 크고, G2 분쟁이 유일하게 추세를 꺾은 2018년(무역전쟁+금융긴축)과 달리 2023년 중국 정책은 '재정/통화/부동산' 트리플 완화 기조하에 내수 경기 기반의 회복이기 때문이다. 2023년 차이나 플레이가 수비에서 공격적인 이유는 ①이중천장(방역/부동산) 제거로 실물경제와 정책 간극 축소, ②낮은 베이스와 N자형 경기 반등, ③선진국 대비 낮은 물가/금리/가계부채와 확장형 정책 기조, ④가장 빠른 재고사이클 회복에 기반한다. 2023년 중국 회복의 방향성과 자산 재평가에 대한 신뢰가 필요하다.

[3월 세가지 효과] ①인프라 투자 시즌, ②서비스업 회복의 나비효과, ③전인대 기대치

- 우리는 중국 3월 세가지 효과에 주목한다. 첫째, 전인대와 재정정책 시즌을 앞두고 중국 인프라 투자에 대한 기대감이 고조될 것이다. 우리는 상반기 인프라 투자가 12%-15%대 증가율을 유지하고, 실제 집행과 효과도 2022년 대비 크게 개선될 것으로 전망한다.
- 둘째, 서비스업 회복과 가격 상승에 주목한다. 리오프닝 초기 효과는 서비스 수요 회복에 집중되고 있지만, 타이트한 공급(고용/인프라/운수/물류)은 불균형과 가격 상승 압력으로 연결될 것이다. 특히, 중국 고용시장의 70%인 서비스업 고용의 수급 불균형과 임금 상승을 촉발할 것이다. 우리는 ①중국 서비스업 물가 정상화 시작(1월 CPI 서비스 항목 상승률 최상위), ②서비스 물가와 임금 상승은 소비 지출로 연결될 것(스마트폰/화장품/의류/가전/생활용품), ③서비스 분야 투자 확대와 생존 기업 수혜, ④중국 아웃바운드 수혜 해외기업(국가)에 주목한다.
- 셋째, 3월 전인대는 시장 기대에 대체로 부합할 전망이다. 시장의 기대는 ①성장 목표 5.5%이상(지방 전인대 평균 5.6%), 재정적자 3%/GDP, 지방 특수채 4조위안 이상 설정시 서프라이즈, ②최우선 과제를 내수와 소비 확대로 설정, 부동산과 플랫폼 경제 추가 지원 필요, ③소비 부양과 복리 확대를 위한 별도 지원(특별국채/감세) 여부, ④인프라 투자 강도와 우선 순위, ⑤공급망, 신재생, 전기차 지원책을 주목한다. 중장기 산업 정책 구상(기술자립/공급망/디지털경제/에너지안보/인구정책/대외개방)과 우선순위도 공개될 것이다.

[요약] 중국, 그냥 꽃샘 추위

[회복과 입증] 리오프닝 순항 중, 속도는 아쉽지만 3월부터 모멘텀 점차 강화

- 우리는 2월 전망에서 중국 리오프닝과 회복에 대한 시장의 검증이 더욱 빨라질 것으로 평가했다. 상반기 차이나 플레이를 위한 조건으로 ①중장기 대출 확장 유지, ②리오프닝 안정성, ③소비 회복과 잠재력, ④부동산 회복과 속도, ⑤ 재고조정과 수입/가격/이익 회복 신호에 대한 입증이 필요하다고 제시했다. 우리는 2월 속도가 아쉽지만 선행지표 개선으로 3월부터 모멘텀이 점차 강화될 것으로 판단한다.
- 구체적으로 춘절 이후 리오프닝은 순항 중이나 속도는 예상을 하회했다. 2월 인구 이동과 서비스 회복은 강력하지만, 소비와 부동산 회복 속도는 기대를 충족하지 못했다. 그러나, 1월 중장기 대출 급증과 인프라 투자 조기 집행은 경기와 재고 사이클 회복에 속도를 더할 것이다.

[투자전략] 중국 관련주 비중확대 전략 유지, 대외악재에서 편더멘털로 점차 이동

- 3월 중국 및 관련 자산/국가 비중확대 전략이 유효하다. 3월에는 중국 정책 효과와 편더멘털 회복이 미국발 악재를 점차 완충할 것이다. 상반기 중국 경기/실적의 반등(YoY/QoQ) 기대감이 유효하고, 내수 경기의 자생적인 회복이 서비스-투자-소비-부동산 순으로 점차 빨라질 것이다. 상반기 재고조정 종료 시점에 주목한다. 업종/테마 전략은 2023년 사이클 저점 조건을 충족한 가운데, 탄력적인 실적 회복 기대와 밸류에이션 메리트를 동반 고려한다. 우리는 1/4분기 ①차이나 컨슈머(음식료/전자상거래/항공/제약/스마트폰/가전/게임), ②재고조정과 부동산 침체 후반부 소재/산업재(반도체/철강/제지/건자재/기계/해운)을 주목한다.

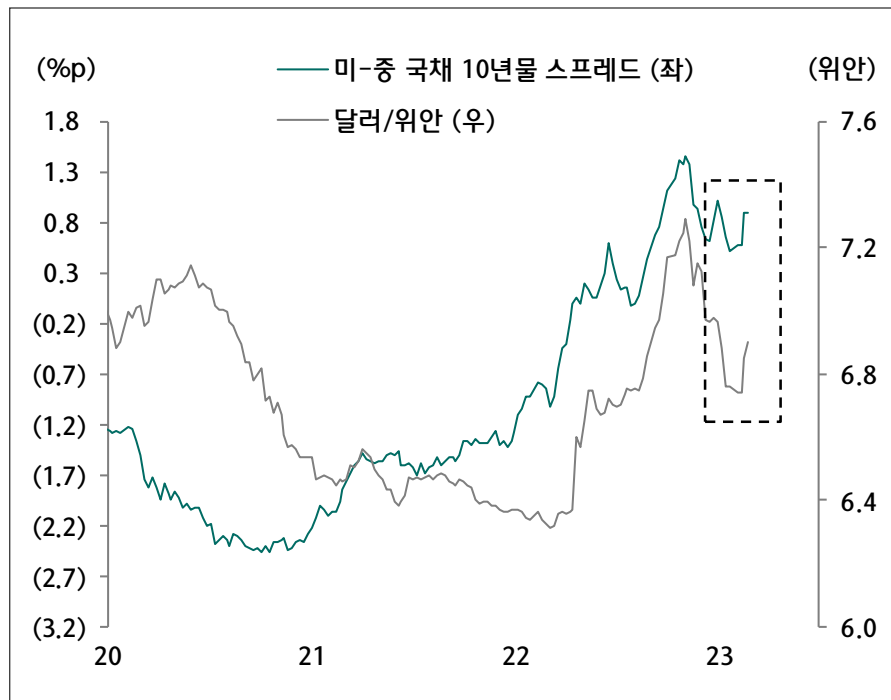
[중화권 증시] 본토 3월 에너지 축적 구간, 홍콩 대외 충격 소화하고 반등 모색

- 중국 본토증시 비중확대 의견과 상반기 상해종합 예상 밴드 2,950p~3,800p를 유지한다. 2월 홍콩 대비 상대적으로 선방한 본토는 3월 반등 에너지 축적 구간에 돌입할 전망이다. 외국인(패시브)과 기관 편입 비중 확대 이후 신규 자금 유입이 제한되고 있다. 대외 악재 소화와 상반기 편더멘털 반등 각도에 대한 검증도 예민하다. 다만, 중기적으로 밸류에이션 부담이 낮고 경기/실적/정책 방향성을 고려할 때 기회요인이 더 크다.
- 홍콩증시 비중확대 의견과 상반기 항셱H 예상 밴드 6,430p~8,900p를 유지한다. 2월 미국 금리 급등과 리오프닝 눈높이 상승이 항셱지수의 급락(미 국채 10년물 10bp 상승당 1% 하락)을 유도했다. 2월 대외 악재와 수급으로 인한 조정 폭은 충분하며 중국 더블딥 국면에서 발생하는 추세 하락 확률도 낮다. 시가총액 구성상 3월 전인대 정책과 내수경기 회복에 점차 연동되고, 높은 변동성은 점차 축소될 전망이다.

[꽃샘 추위] 미국의 역습과 사라진 2월 효과

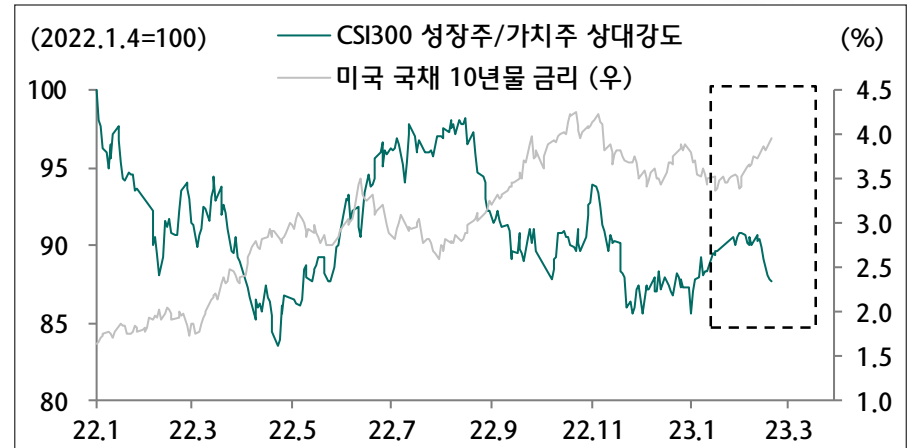
- 중화권 증시는 2월 '춘절-전인대' 효과 무색. 경제지표와 실적 공백기인 2월에 부양책과 리오프닝 기대보다는 미국 금리 상승과 미중 분쟁 경계감(풍선/제재/러우이슈)이 자산시장 압도
- 미국 금리와 달러지수 상승을 방어하지 못하며 위안화, 홍콩 증시, 본토 성장주는 1월 상승 분을 대부분 반납

미중 국채 10년물 스프레드 다시 100bp 육박, 위안화 7위안 위협

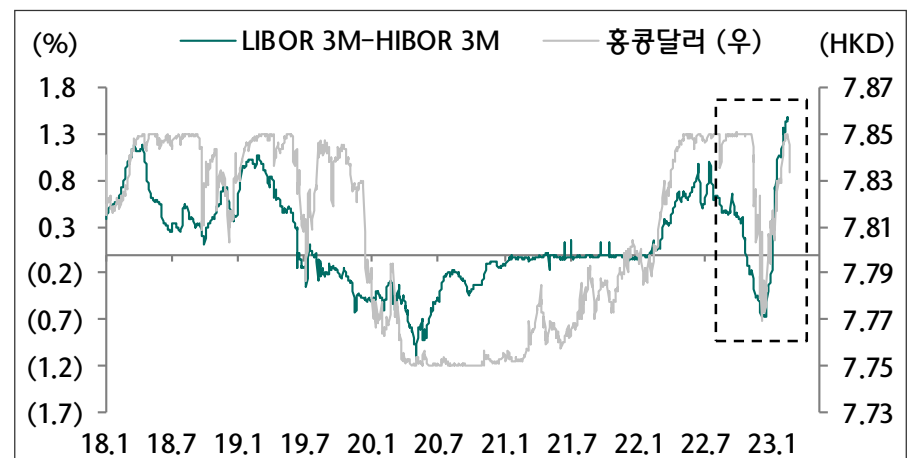


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

미국 금리 상승세 예상 상회 : 본토 성장주 급락-액티브 자금 이탈



홍콩 역내외 금리차 확대로 홍콩달러 가치 급락, 홍콩증시 조정

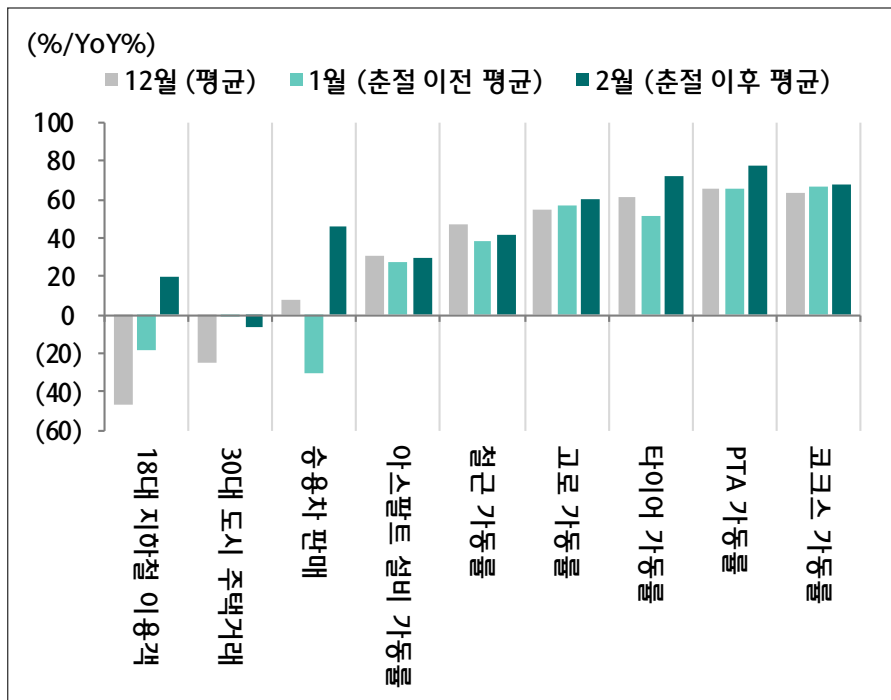


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[꽃샘 추위] 중국 리오프닝, 기대와 현실의 괴리가 클까?

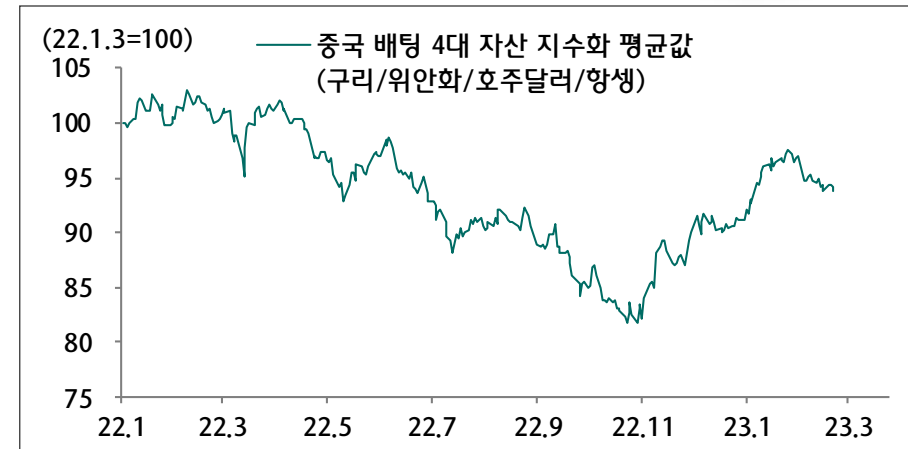
- 춘절 이후 리오프닝 속도 역시 기대를 하회하며 중국 장기금리와 자산가격 하락 유도, 대외 악재를 충분히 방어하지 못함
- 리오프닝 초기 재고조정 후반부 부담 상존. 상반기는 경기에 탄력적인 수출과 부동산보다 소비, 서비스, 인프라 투자 중심의 회복이라는 점에서 베이스는 낮지만 분야별 회복에 시차 존재

2월 : 서비스/인프라 예상 상회 vs 물류/부동산/소비 예상 하회



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

중국 배팅 4대 자산(위안화/구리/호주달러/항셱) 추이



중국 제조업 재고조정 사이클 후반부 진입

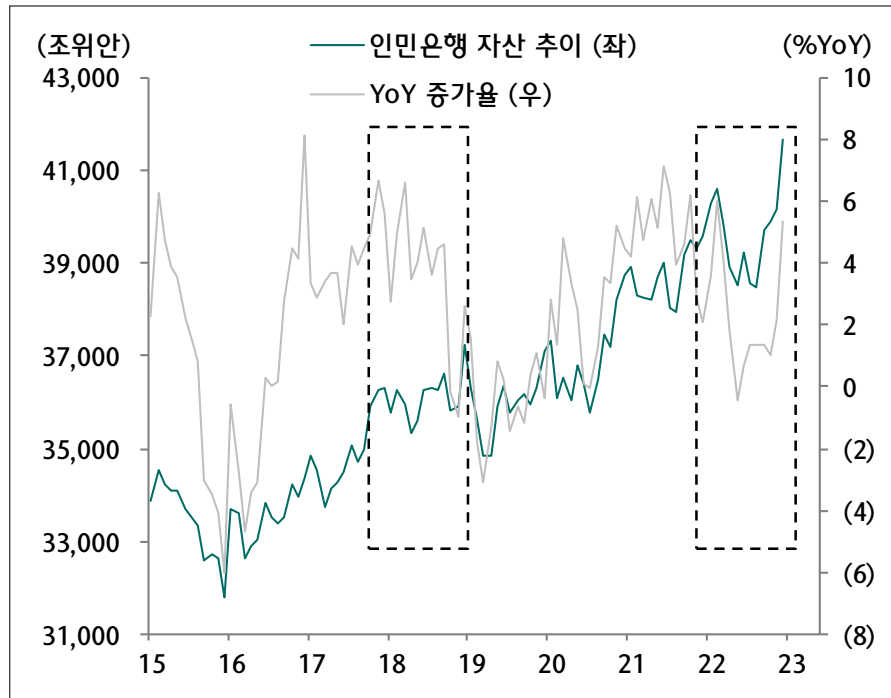


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[꽃샘 추위] 2023년 중국 사이클은 아직 보여줄 것이 많음

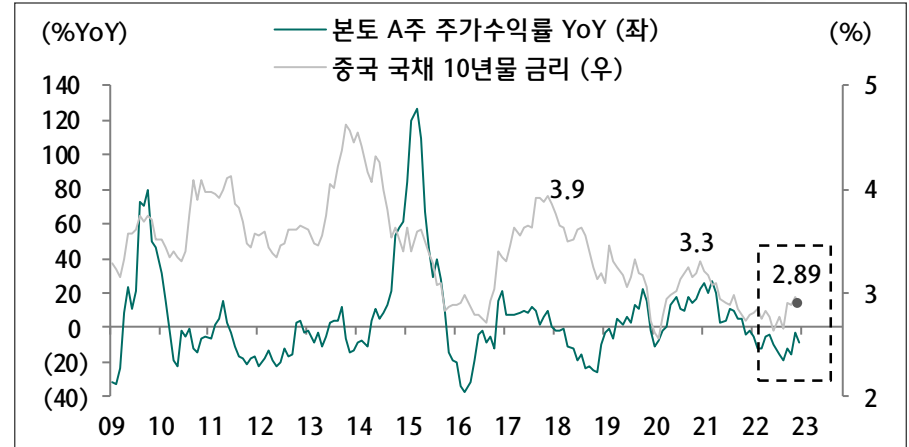
- 우리는 대외 악재와 리오프닝 효과에 대한 우려는 일시적이며 2023년 중국 경기와 증시의 상승 추세 유효하다고 평가
- 2023년 중국의 3대 위험(체제/규제/장기침체)에 대한 재평가 여력이 크고, G2 분쟁이 유일하게 추세를 꺾은 2018년(무역 전쟁+금융긴축)과 달리 2023년 중국 정책은 '재정/통화/부동산' 트리플 완화 기조하에 내수 경기 기반의 회복이기 때문임

인민은행, 2023년 확장형 통화정책 유지 (2018년과 차이점)

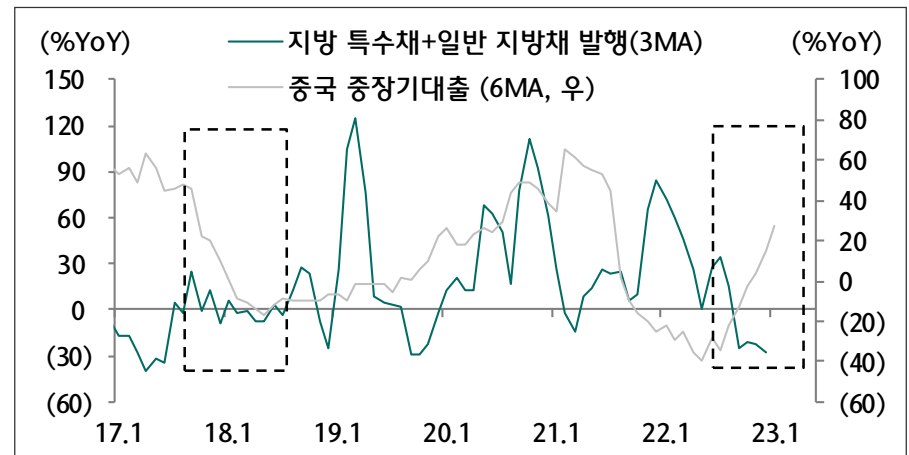


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

2023년 中 장기금리(경기/자금수요)와 주가 재평가 여력 여전히 큼



상반기 중국 재정/통화/부동산 트리플 완화 국면 유지

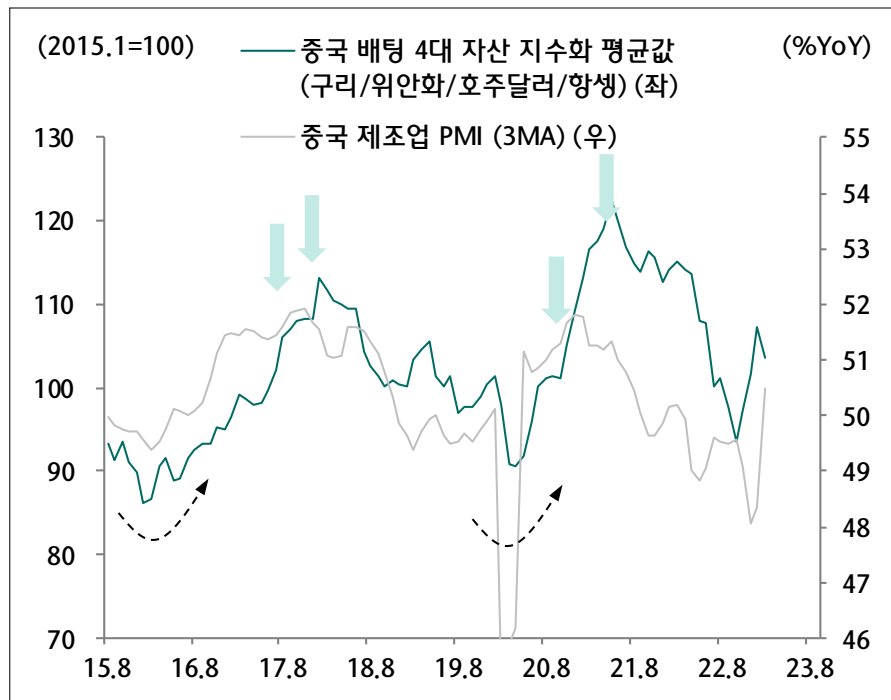


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[꽃샘 추위] 2023년 리오프닝과 정책 효과, 중국 자산 재평가 신뢰

- 2023년 차이나 플레이가 수비에서 공격인 이유는 ①이중천장 (방역/부동산) 제거로 실물경제와 정책 간극 축소, ②낮은 베이스와 N자형 경기 반등, ③선진국 대비 낮은 물가/금리/가계부채와 확장형 정책 기조, ④가장 빠른 재고사이클 회복에 기반. 중국 리오프닝과 회복의 방향성 및 중국 자산 재평가 신뢰 필요

중국 관련 자산 저점 반등은 경기 선행, 고점 하락은 지표 후행

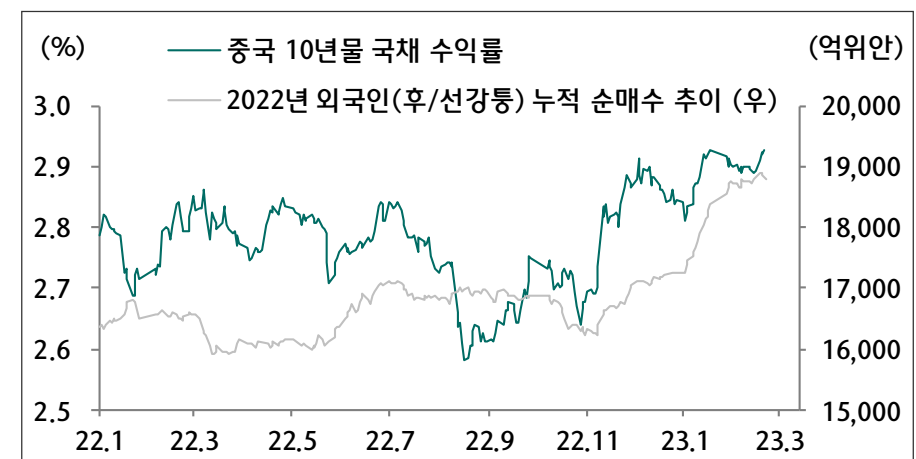


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

중국과 선진국 성장률/주가 상대 강도 : 2023년 중국 우위 예상



2023년 중국 장기금리와 주가 재평가 예상 : 외국인 수급과 연동

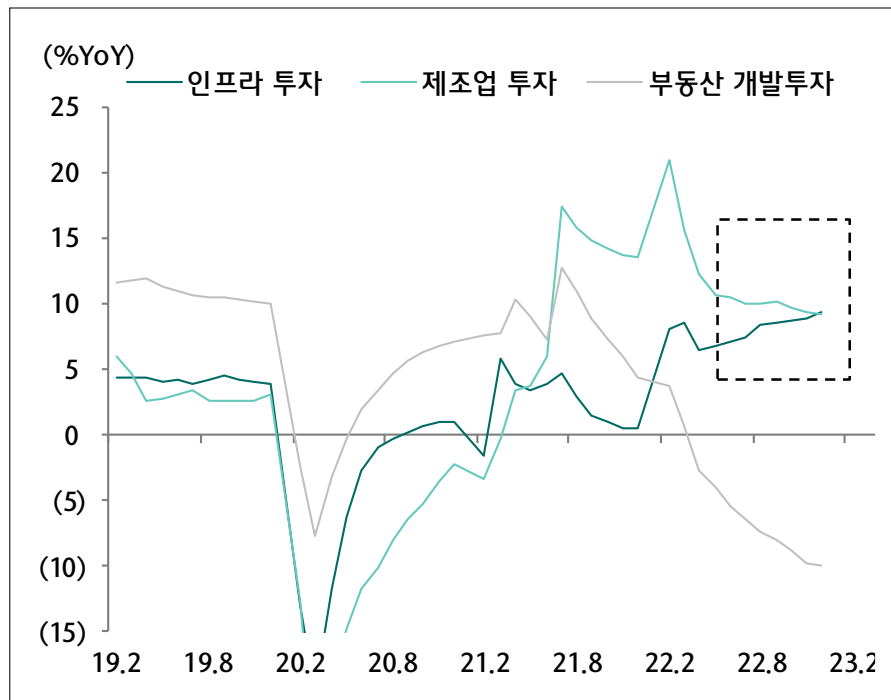


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[3월 세가지 효과] ① 인프라 투자 : 2023년에는 기대에 부응할까?

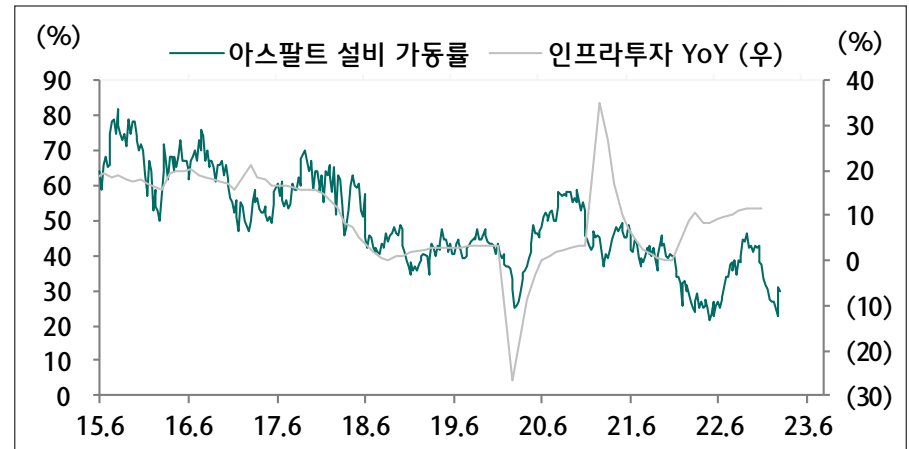
- 3월 전인대와 재정정책 시즌을 앞두고 중국 인프라 투자 기대감 고조. 동시에 2022년 발표 지표와 실물 괴리가 컸다는 점에서 의구심도 상존. 2022년 인프라 투자는 연간 11.5% 증가했지만, 투자 수요와 연동되는 지표는 극히 부진. 부동산 침체와 신형/에너지 인프라 분산을 감안해도 효과는 매우 제한적

2022년 중국 인프라 투자 연간 11.5% 증가 (2018년 이후 최고)

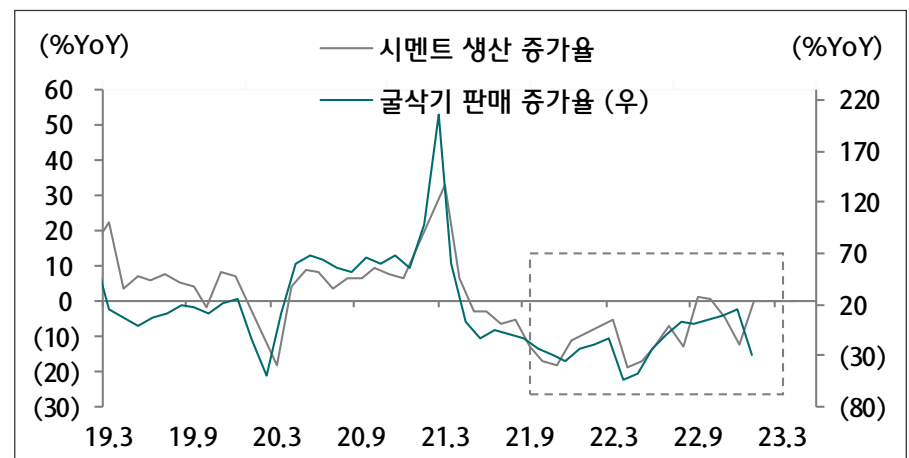


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

다만, 실제 전통 인프라 투자 관련 수요 지표 반등은 미미 (1)



다만, 실제 전통 인프라 투자 관련 수요 지표 반등은 미미 (2)

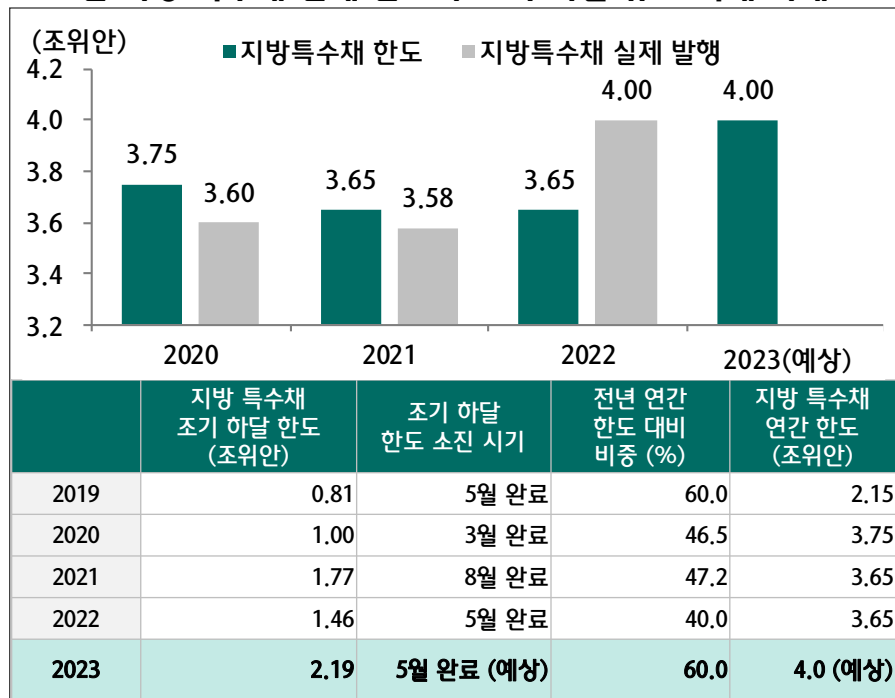


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[3월 세가지 효과] ① 인프라 투자 : 두자릿수 성장, 실제 효과는 2022년 크게 상회

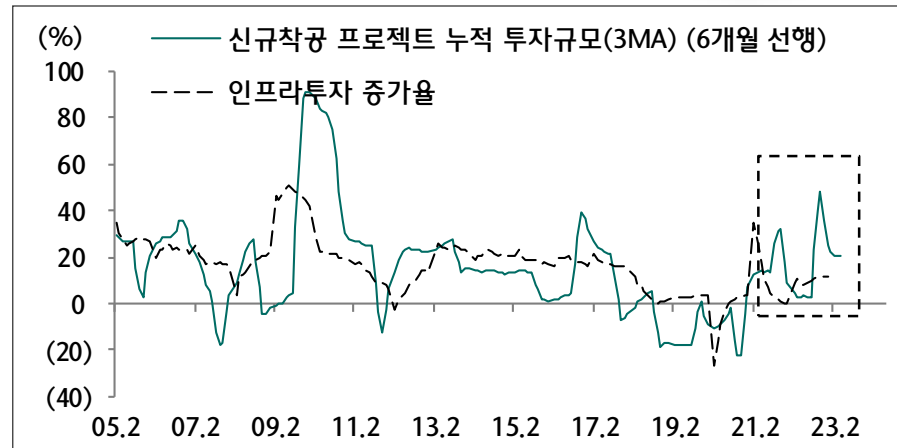
- 우리는 상반기 인프라 투자 12%-15%대 증가율 유지 전망, 실제 집행과 효과도 2022년 크게 상회할 것으로 평가 : ①정책 강도 보장 : 지난 4/4분기 프로젝트 승인 사상최대(3-6개월 선행), 지방 특수채 조기 하달 한도 역대 최고(YoY+50%). ②자금 지원 풍부 : 인민은행 재대출(약 3.2조), 지방 특수채 조기하달 한도(2.2조), 인프라 연계 중장기 대출(2조위안) 고려. ③교란요인 제거 : 지방정부 방역에서 투자 집행 집중

2023년 지방 특수채 전체 한도와 조기 하달 규모 역대 최대

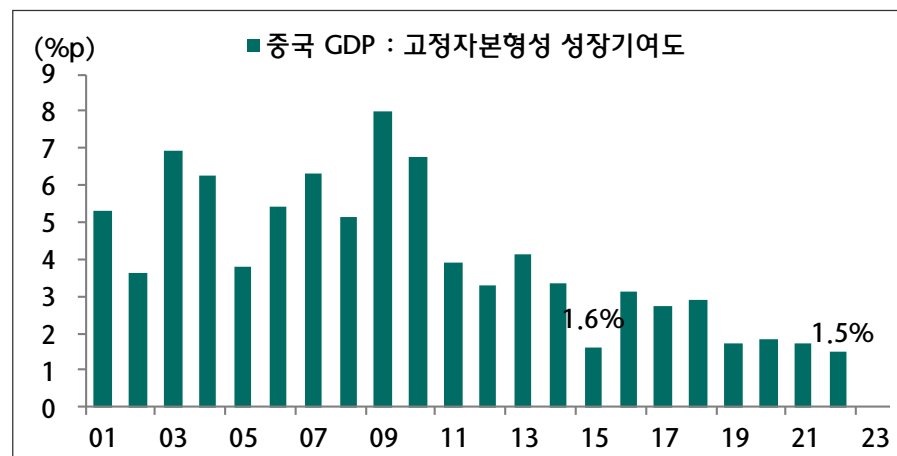


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

중국 신규착공 프로젝트 투자금액은 실제 인프라 투자를 6개월 선행



2022년 고정자본형성 성장기여도 역대 최저, 중앙정부 의지 부활

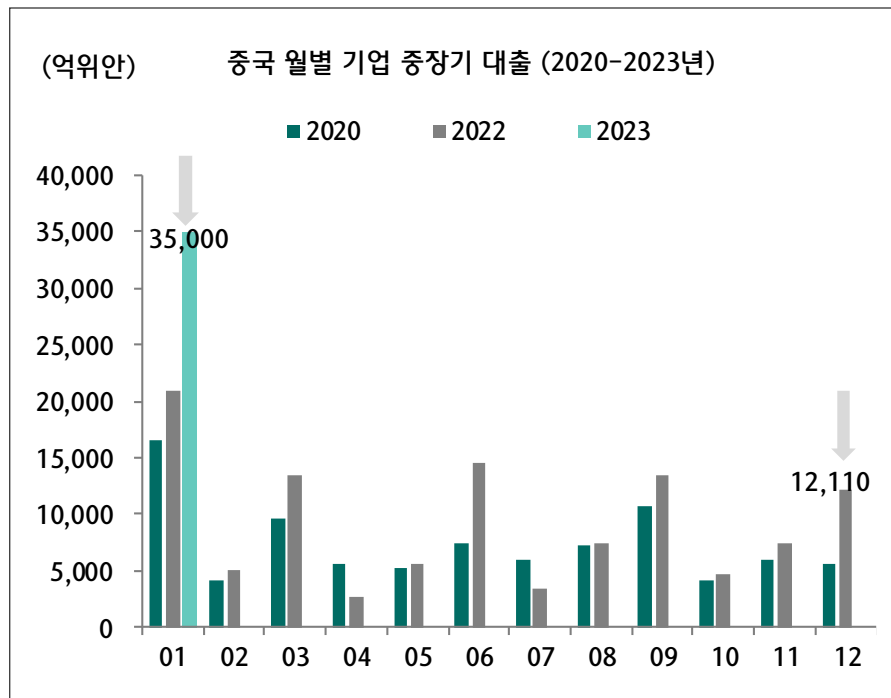


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[3월 세가지 효과] ① 인프라 투자 : 2/4분기 효과 집중, 부동산 회복 시너지 주목

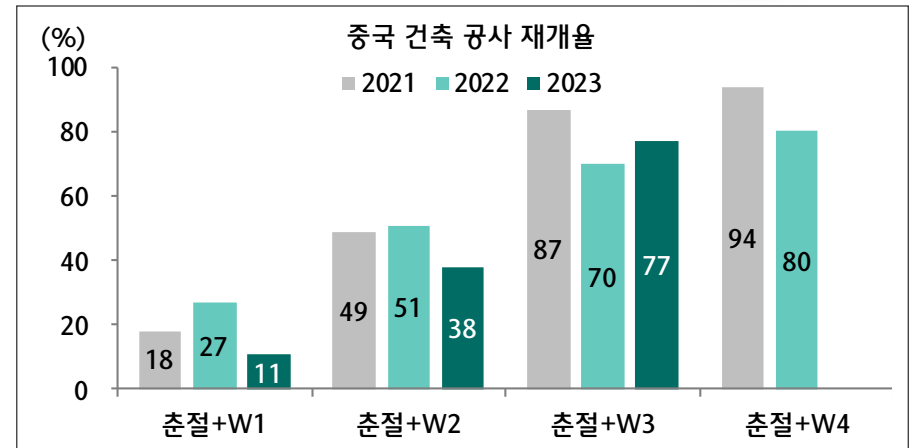
- 향후 전망과 시사점 : ①집행 시차를 고려할 때 인프라 투자 효과는 2/4분기에 집중. ②2-3월 선행지표 반등을 선제적으로 확인. ③전인대에서 전통과 신형 인프라 집행 비중 주목, 우리는 상반기 전통-하반기 신형/에너지 집행 우위 예상. ④인프라 투자 연속성과 부동산 경기 연동(지방 재정), 후속 철강/화학 수요 역시 부동산 준공 지표 반등과 시너지가 중요

12월과 1월 기업 중장기 대출 급증 : 인프라 연계 대출 급증 추정

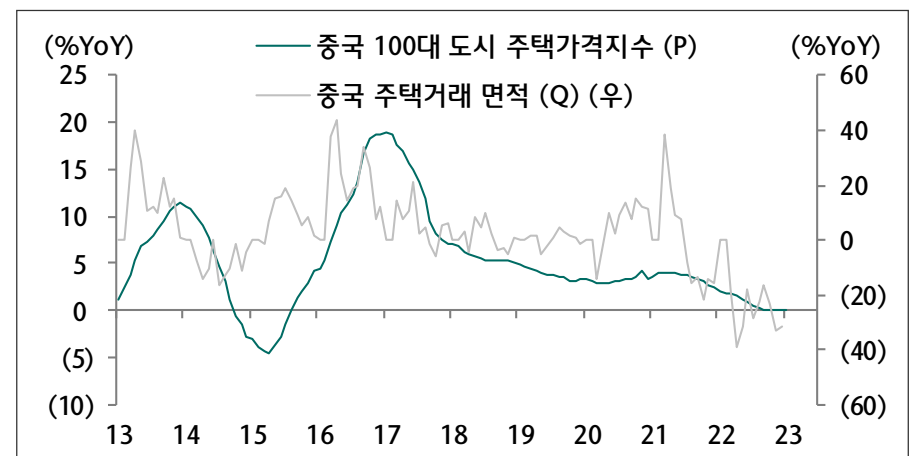


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

재정 집행 시차와 건설 공사 재개 속도 감안 시 2/4분기 효과 주목



부동산 회복 시너지 중요 : 주택거래(재정)와 준공(철강/화학)

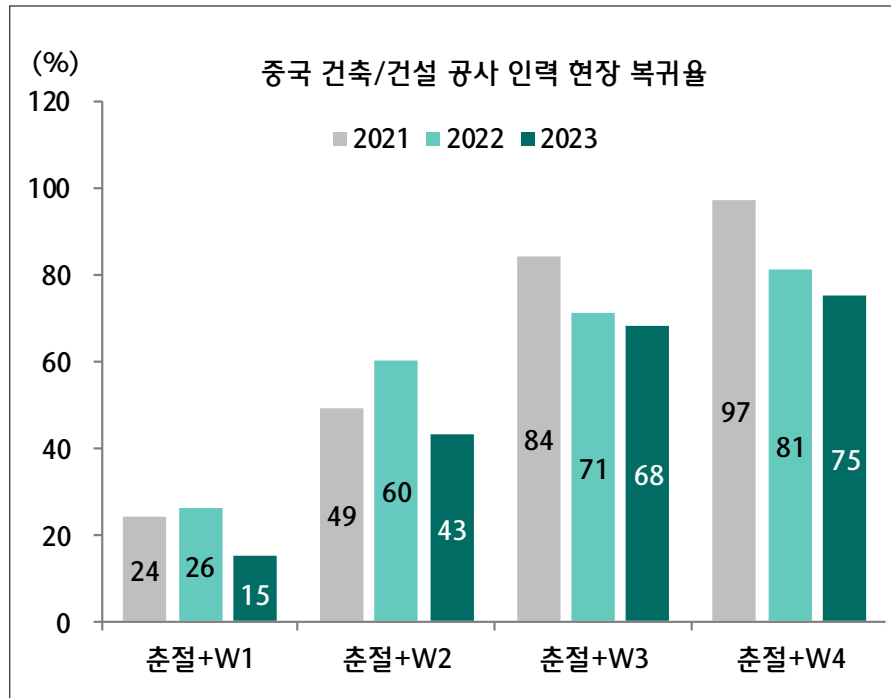


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[3월 세가지 효과] ② 서비스업 회복과 가격 상승 : 리오프닝과 수급 불균형

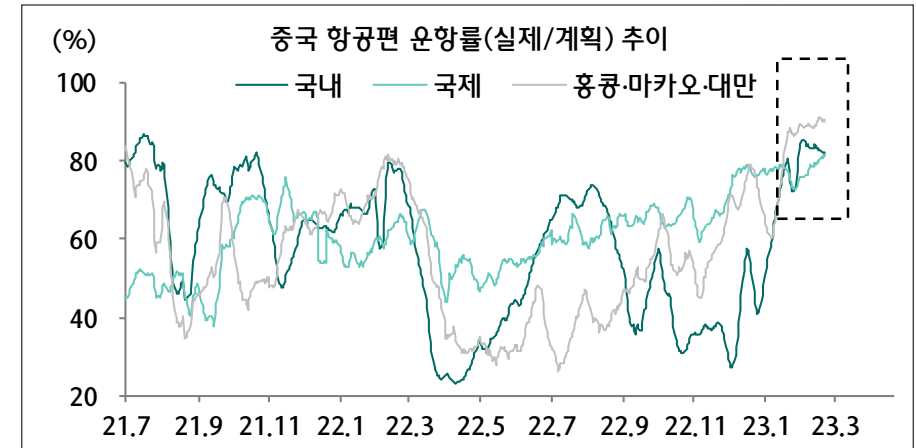
- 춘절 이후 리오프닝 효과는 서비스 분야 수요 회복에 먼저 집중되고 있음 : 인구 이동, 여행, 영화, 외식, 택배, 항공 등
- 다만, 서비스 분야 공급(고용/인프라/운수/물류)은 수요 회복에 미치지 못하며 수급 불균형과 가격 상승 압력 확대

춘절 이후 건설 공사 인력의 현장 복귀율은 2021-2022년 하회

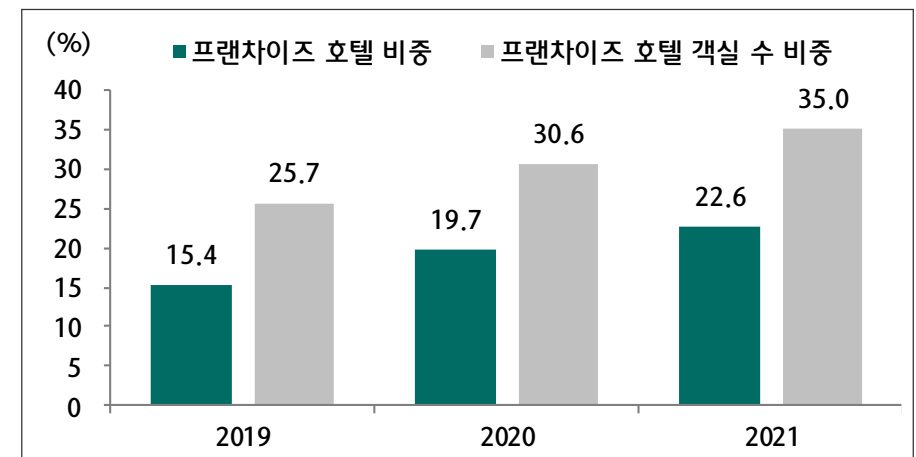


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

중국 항공편 운항률 급상승 : 수요 대비 항공 증편 속도 더딘 편



팬데믹 3년간 오프라인 점포 감소와 집중도 상승

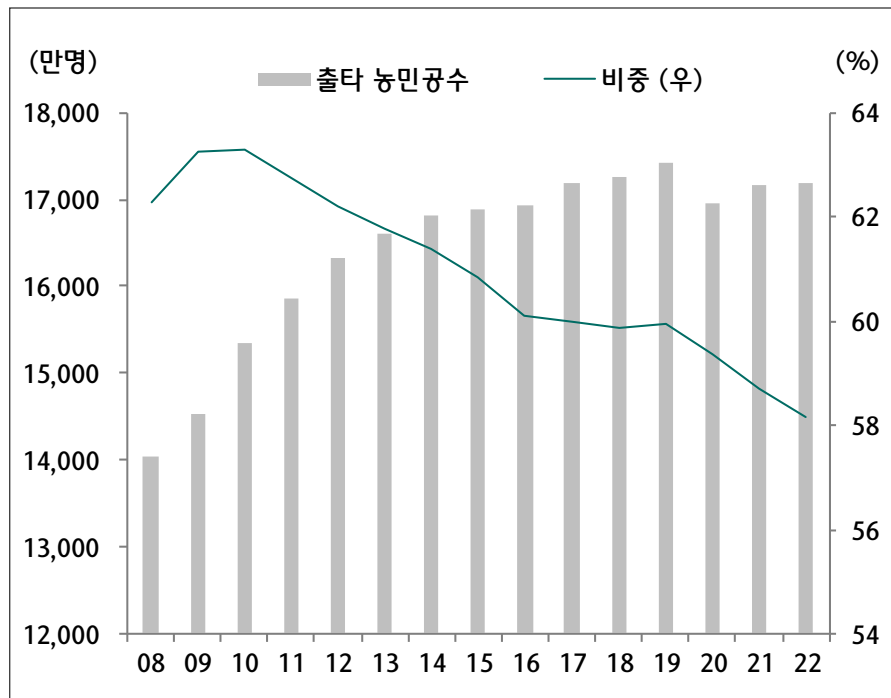


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[3월 세가지 효과] ② 서비스업 회복과 가격 상승 : 타이트한 고용과 임금 상승

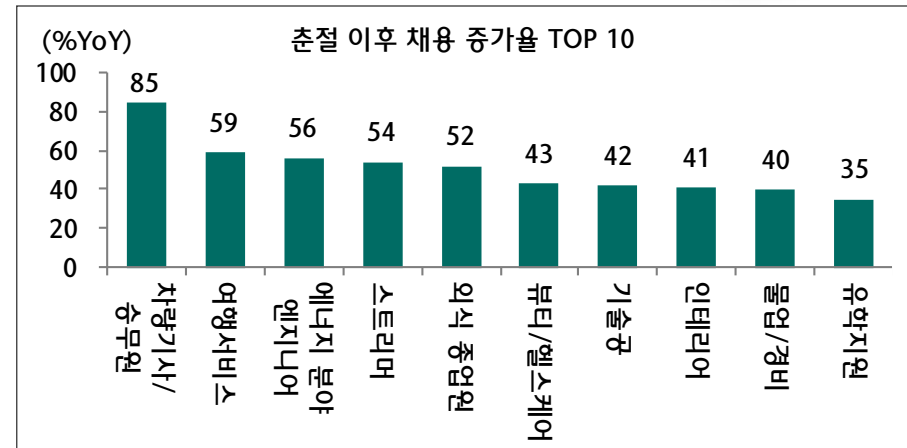
- 우리는 2023년 빠른 리오프닝이 중국 고용시장의 70%인 서비스업 고용의 수급 불균형과 임금 상승을 촉발할 것으로 평가. 펜데믹 3년간 도시지역 서비스 분야(배달/요식업/중개인/플랫폼/건설일용직)의 대규모 실직(농민공)과 귀향 등 여파로 2023년 중저임금 근로자 중심으로 수급 불균형은 지속될 것으로 판단. 실제로 춘절 이후 서비스 분야 채용 급격히 증가

펜데믹 3년간 출타 농민공수와 비중 빠르게 하락

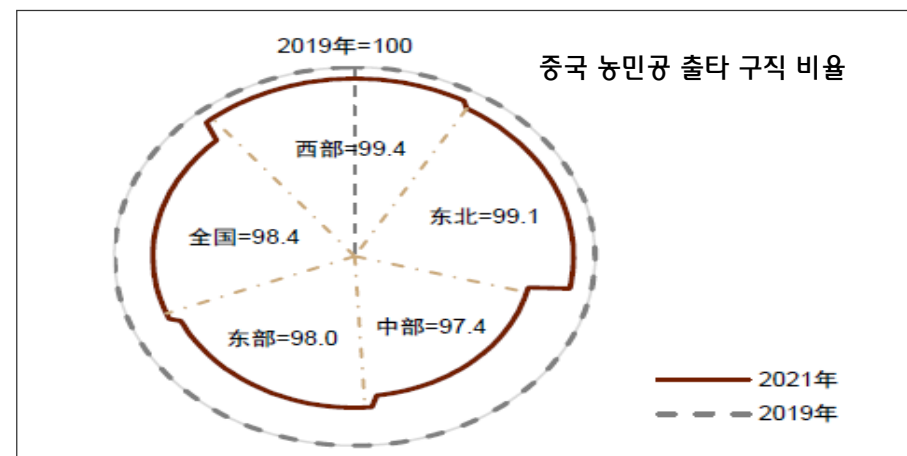


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

중국 최대 구직 사이트 춘절 이후 채용 증가율 Top 10



중국 주요 지역별 농민공 출타 구직 비율 : 펜데믹 3년간 반경 축소

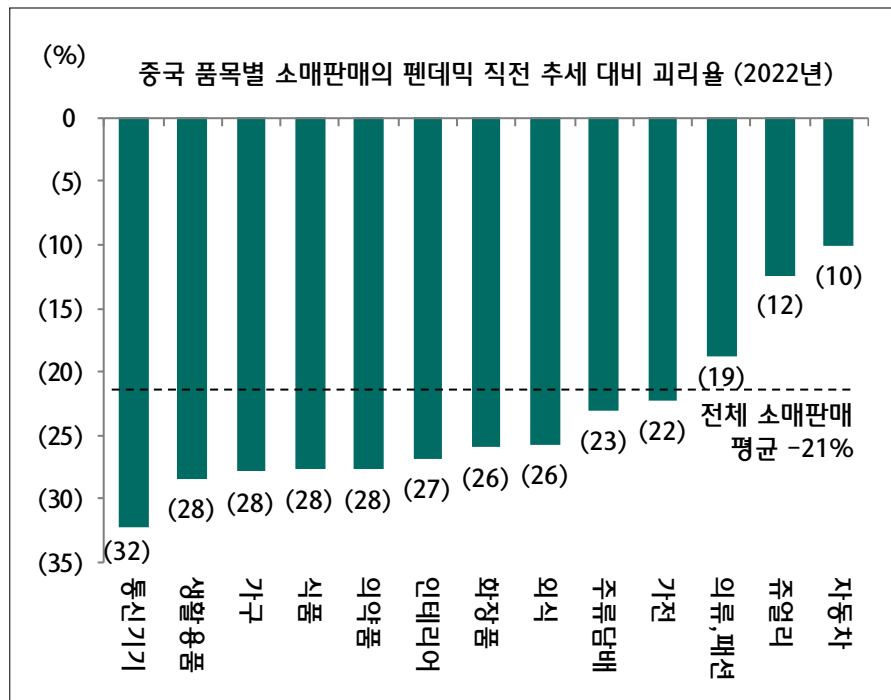


주 : 타원안에 12시 방향부터 서부, 동북, 중부, 동부, 전국 기준 출타 구직 비율
자료 : CEIC, Wind, CICC증권, 하나증권

[3월 세가지 효과] ② 서비스업 회복과 가격 상승 : 소비와 투자 확대 효과

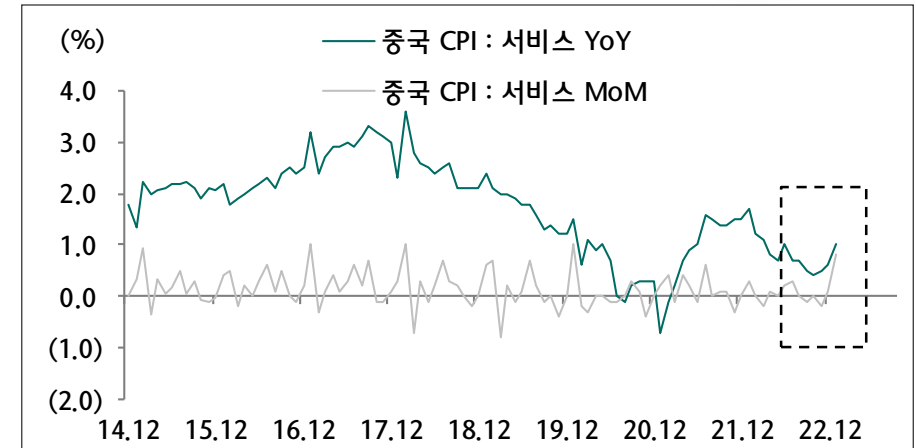
- 향후 전망과 시사점 : ①중국 서비스업 물가 정상화 시작(1월 CPI 서비스 항목 상승률 최상위), ②서비스 물가와 임금 상승은 소비재(중저가) 지출로 연결될 것(스마트폰/화장품/의류/가전/생활용품), ③서비스 분야 투자 확대와 생존 기업 수혜, ④중국 아웃바운드 수혜 해외기업(국가) 주목

2023년 중국 품목별 소비재 추세 대비 괴리율 (2022년)

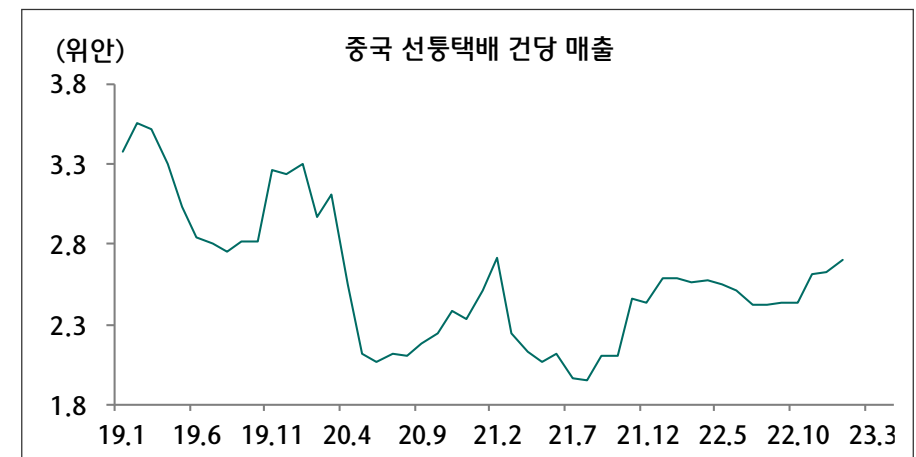


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

중국 서비스 물가 상승세(정상화) 주목



중국 서비스 분야 생존 기업 Q와 P 동반 상승 주목

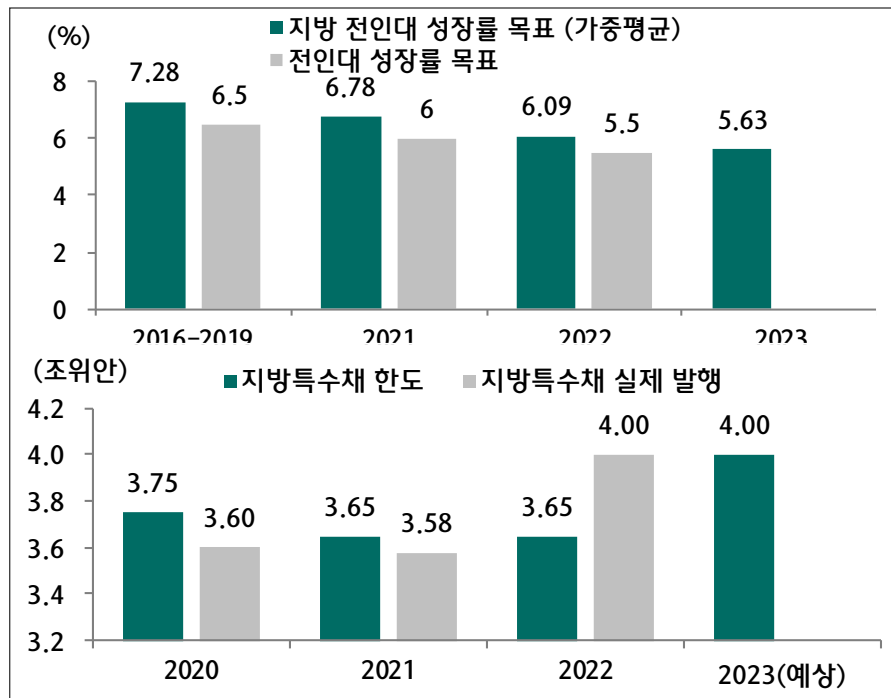


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[3월 세가지 효과] ③ 전인대 : 기대치는 어느 정도 인가?

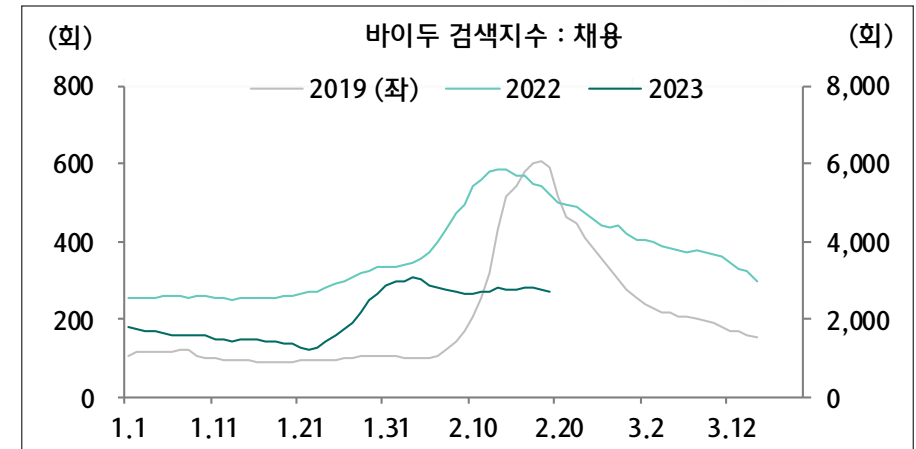
- 집권 3기 첫 전인대의 기대치는 다음과 같음 : ①성장 목표 5.5%이상(지방 전인대 평균 5.6%), 재정적자 3%/GDP, 지방 특수채 4조위안 이상 설정시 서프라이즈. ②최우선 과제 내수와 소비 확대로 설정, 부동산과 플랫폼 경제 추가 지원, ③소비 부양과 복리 확대를 위한 별도 지원(특별국채/감세) 여부, ④인프라 투자 강도와 우선 순위, ⑤공급망, 신재생, 전기차 지원책

2023년 전인대 목표 : 성장률, 재정적자, 지방특수채 주목

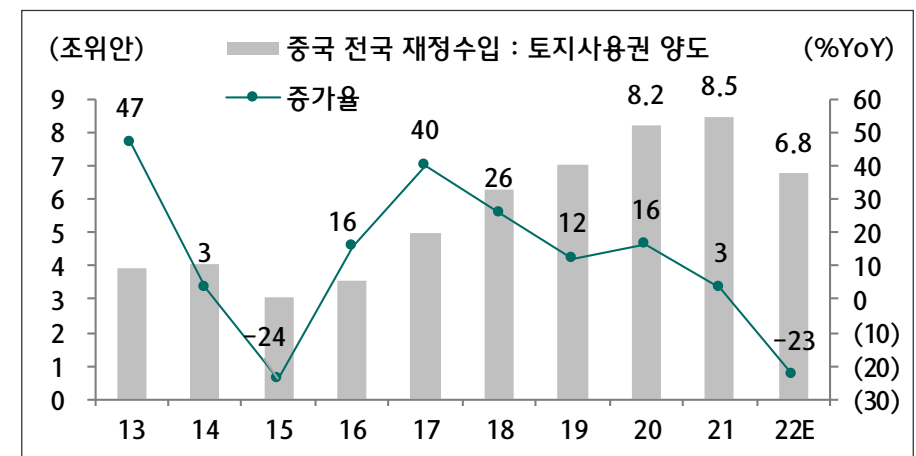


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

중국 장기 고용 지표 부진 : 고용, 소비, 복리 확대 위한 예산 편성



2022년 지방정부 토지 재정 두번째 역성장 : 부동산 부양책 주목

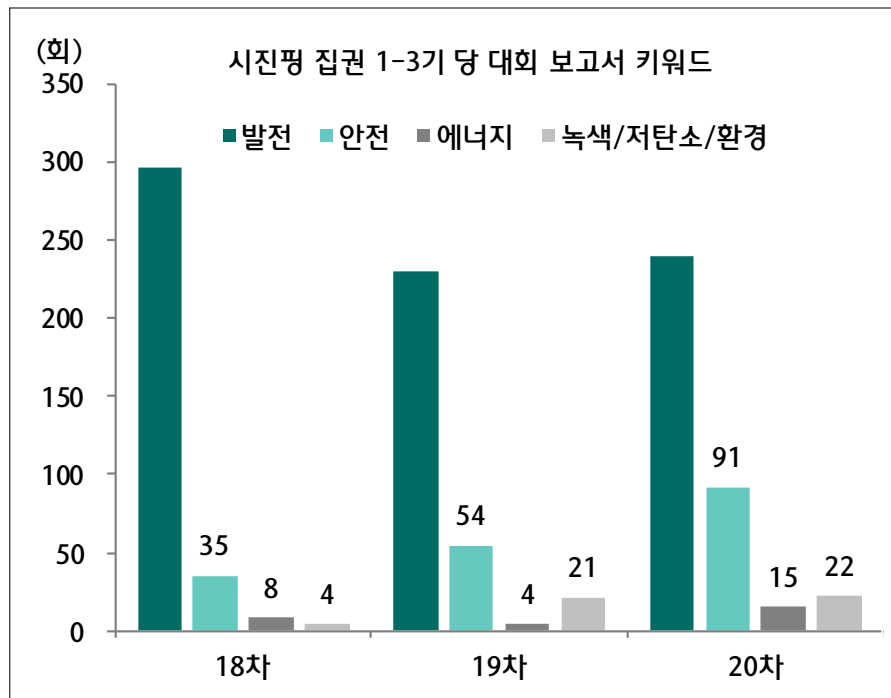


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[3월 세가지 효과] ③ 전인대 : 언급이 예상되는 산업 정책

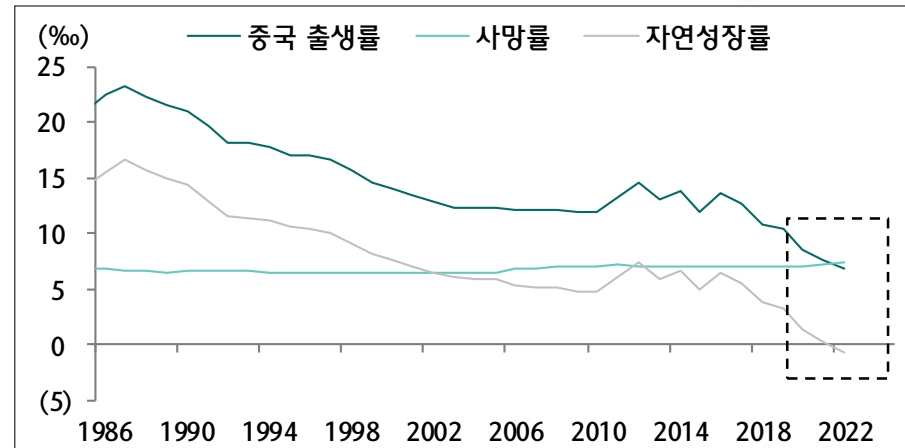
- 중장기 산업 정책 구상과 우선순위도 관심 : ①기술자립과 공급망 안보 대응 방안, ②디지털 경제와 신형 인프라 투자, ③에너지/식량 안보와 탄소중립 속도, ④인구정책과 공동부유 연계 (가을 20기3중전회 준비), ⑤국유기업 개혁과 대형화(에너지/산업재/군수), ⑥대외개방과 미중 관계, ⑦자본시장 개혁

시진핑 집권 1-3기 당대회 보고서 키워드 : 안보, 에너지, 환경 증가

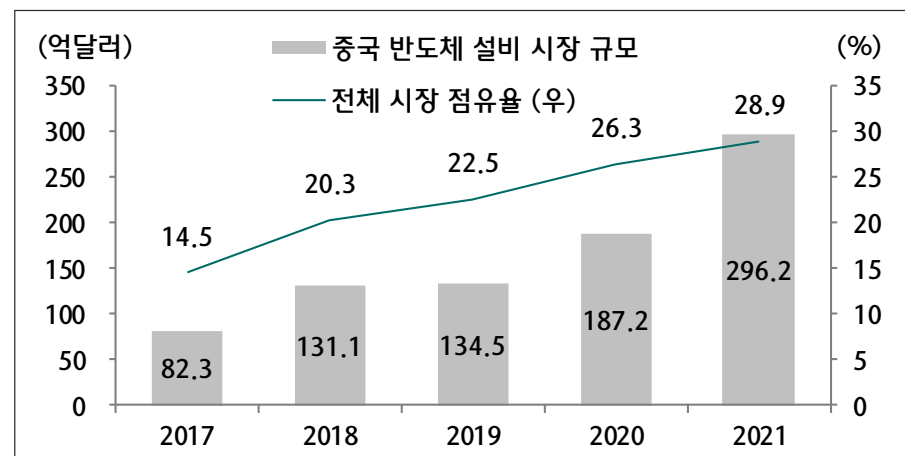


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

중국 출생률 빠르게 하락, 자연 성장을 감소세 전환



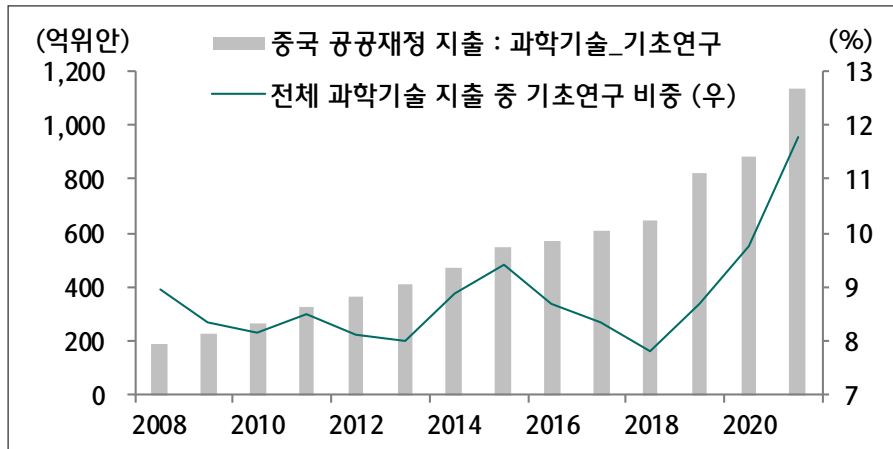
미국의 대중국 공급망 견제 강화, 시장과 기술 괴리 축소 필요



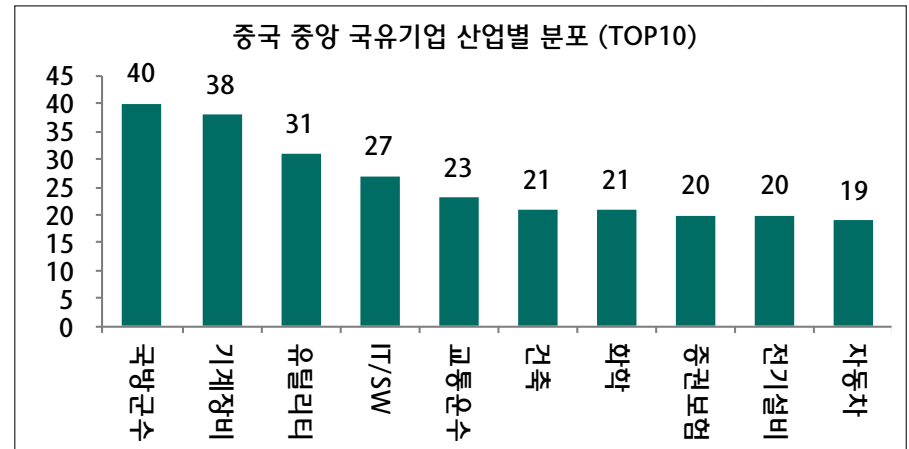
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[3월 세가지 효과] ③ 전인대 : 언급이 예상되는 산업 정책

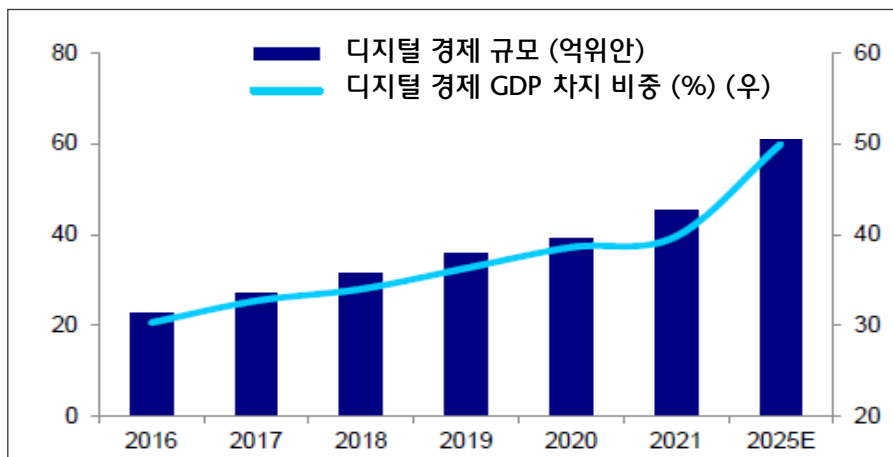
키워드 : 기술자립과 공급망 안보 강조. 기초과학 투자 확대 강조



키워드 : 국유기업 개혁 가속화. 국가 기간 산업 중앙 통제 강화

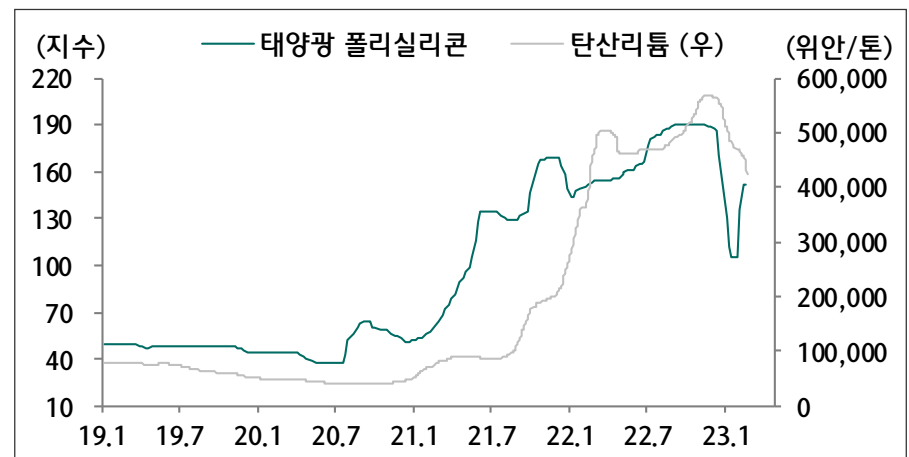


키워드 : 지방정부 디지털 경제 활성화 (IDC/미디어/자율주행)



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

키워드 : 신재생, 전기차 정책 퀄리티 관리. 정부 통제 강화



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[회복과 입증] 리오프닝 순항중, 속도는 아쉽지만 3월 비중확대 전략 유효

- 우리는 2월 전망에서 중국 리오프닝과 회복에 대한 시장의 검증이 더욱 빨라질 것으로 평가. 상반기 차이나 플레이를 위한 조건으로 향후 2-3개월간 ①중장기 대출 확장 유지, ②리오프닝 안정성, ③소비 회복과 잠재력, ④부동산 회복 속도, ⑤ 재고조정과 수입/가격/이익 회복 신호에 대한 입증이 필요하다고 제시. 우리는 2월 속도가 아쉽지만 3월 비중확대 전략 유효하다고 평가
- 춘절 이후 리오프닝은 순항중이나 속도는 예상을 하회. 2월 인구 이동과 서비스 회복은 강력하지만, 소비와 부동산 회복 속도는 기대를 충족하지 못함. 그러나, 1월 중장기 대출 급증과 인프라 투자 조기 집행은 경기와 재고 사이클 회복에 속도를 더할 것

중국 상반기 주요 경제/정책 이벤트와 체크 포인트 : 3월 전인대, 1-2월 합산 소비/투자/생산, 중장기 대출, 부동산 지표 핵심

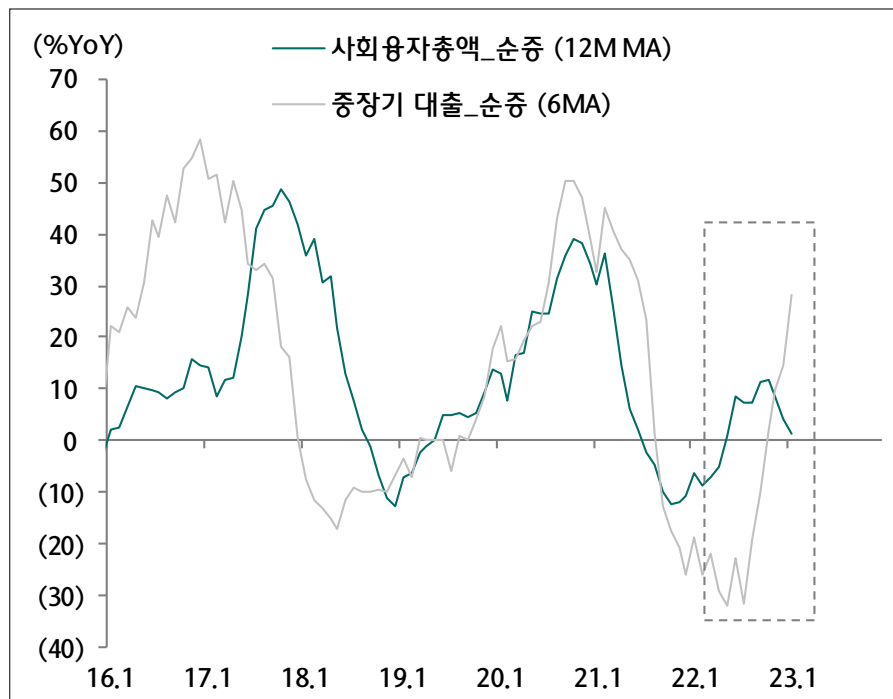
시간	이벤트	평가	체크 포인트
1월 31일	1월 제조업 PMI/서비스업 PMI (★★★)	중립	1월 PMI 지수는 12월 저점 반등. 제조업 PMI 반등폭 예상 하회
2월 10일	1월 CPI/PPI (★★)	예상 하회	1월 CPI 예상 부합, PPI 예상 하회. CPI 서비스물가 상승. PPI는 재고조정 압력 반영
2월 16일	1월 70대 도시 주택가격 (★★★)	예상 상회	1월 주택가격 MoM 상승률 약 1년 6개월만에 반등 성공.
2월 10일 이후	1월 대출/통화량/유동성 (★★★)	긍정적	1월 신규 대출 총액과 기업 중장기 대출 예상 대폭 상회. 가계 대출은 예상 하회
2월 20일	2월 LPR(대출우대금리) 결정 (★★)	중립	시장이 기대했던 LPR 5년물 금리 6개월 연속 동결
2월 중순	지방 특수채 조기 하달 규모 (★★)	예상 상회	1/4분기 지방 특수채 조기 하달 한도 2.2조위안(연간 한도의 60%) 사상 최고
2월 26-28일	20차 2중전회 (★)	중립	시진핑 집권 3기 두번째 당 대회(약식). 당 조직 신설과 개혁/개혁 법안 상정
3월 1일	2월 제조업 PMI/서비스업 PMI (★★★)	?	2월 PMI 지수 강한 반등 예상. 제조업 보다 서비스업 PMI (고용) 핵심
3월 5일	양회 (전인대) (★★)	?	2023년 성장률 목표와 재정적자 규모. 신입 총리와 정부직(부총리) 결정
3월 10일 이후	2월 대출/통화량/유동성 (★★★)	?	2월 가계와 기업 중장기 대출 규모 중요
3월 15일	1-2월 생산/투자/소비 합산 발표 (★★★)	?	1월 리오프닝 충격과 2월 집단감염 1차 정점통과 이후 회복 강도 주목
3월 중순	2023년 재정정책 시행 보고서 (★)	?	재정적자, 감세, 특별국채, 징세 변화(소비세/부동산세) 주목
3월 16일	2월 70대 도시 주택가격 (★★)	?	집단 감염 이후 본격적인 턴어라운드 여부 첫 확인
4월 18일	1/4분기 GDP, 3월 생산/투자/소비 (★★)	?	중국경제 리오프닝 이후 첫 성장을 반등 여부 확인
4월 (월말)	중앙 정치국회의 (경제 주제) (★★★)	?	상반기 가장 중요한 정책 이벤트. 매년 정책 변곡점 역할, 확장형 정책 평가 중요
4월	보아오포럼 (★)	-	중국 2023년 국제 행사 시작. 2019년 이후 처음 정상급 초청해 하이난 개최
5월 1일	인민은행 1/4분기 통화정책 시행 보고서 (★★)	-	통화정책 정상화 여부 경계 : 물가, 성장, 부동산 금융 등에 대한 평가 주목

자료 : 하나증권

[회복과 입증] ① 중장기 대출 : 1월 기업 대출 기반 급증, 불균형은 과제

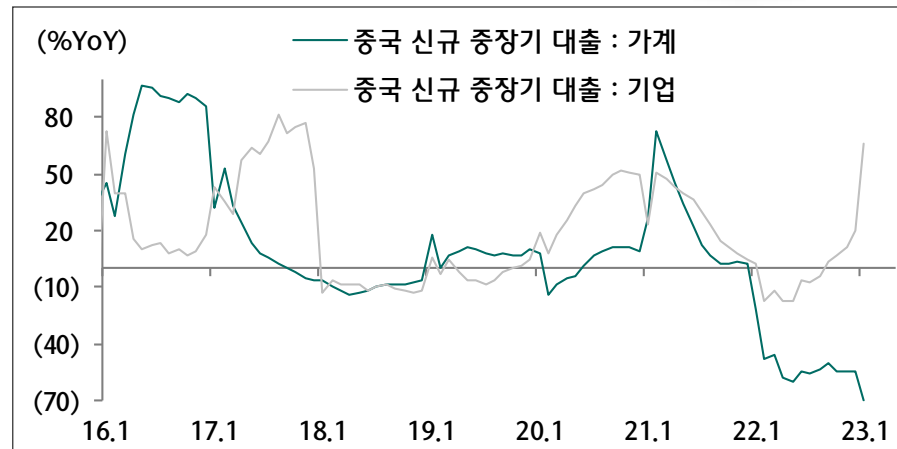
- 2023년 전망의 첫번째 지표인 '중장기 대출'은 1월 기업 대출 중심 서프라이즈 기록 : 1월 신규 대출 4.9조위안 중 기업 중장기 대출 3.5조위안으로 예상 상회. 일부 은행 통계 기준 인 프라 60%, 디벨로퍼 대출 25%, 설비교체 15% 등 정부 정책이 견인. 반면, 가계 대출은 감소하며 괴리 확대. 향후 부동산과 소비심리가 관건, 인민은행은 확장까지 정책 기조 유지

통화정책 퀄리티 의미하는 중장기 대출 반등 추세 유지

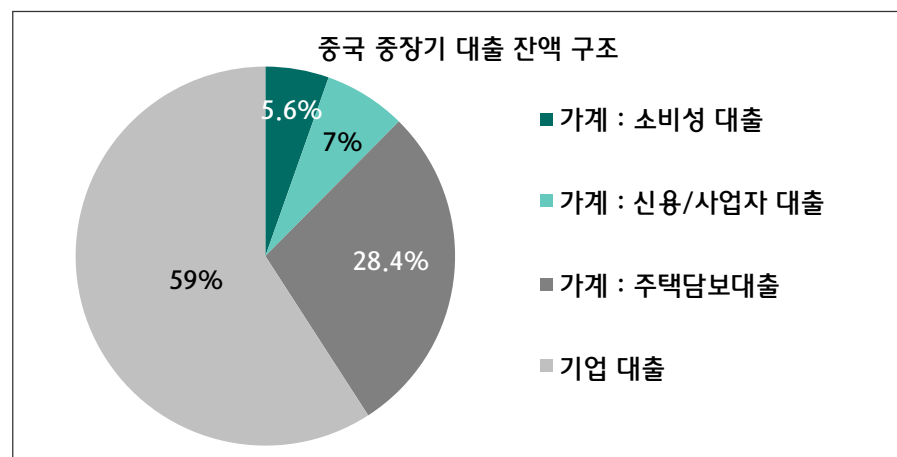


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

기업 중장기 대출은 공급 정책이 견인, 반면 가계 대출은 급락



향후 중장기 대출 추이는 가계 대출의 회복이 관건 : 2/4분기 회복

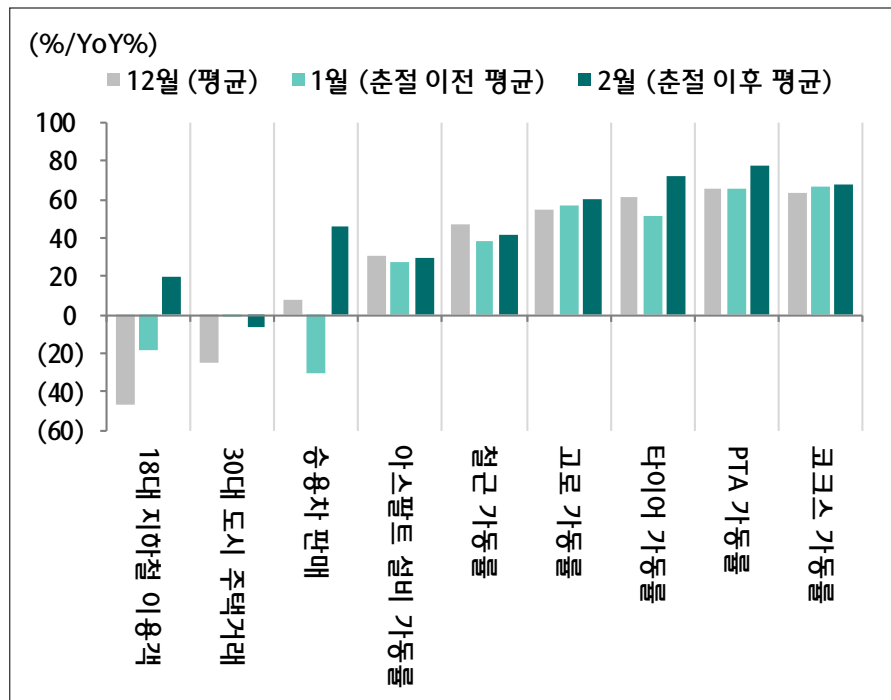


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[회복과 입증] ② 리오프닝 안정성 : 경제 활동 회복 시작, 산업별 시차는 큰 편

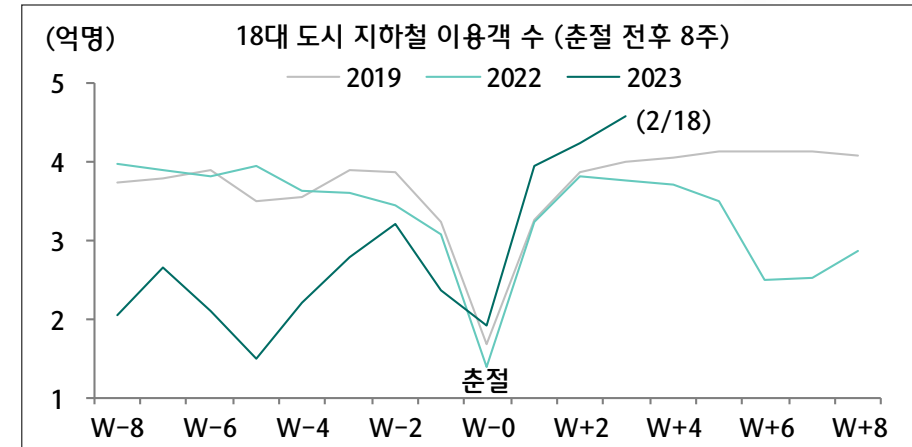
- 1월 집단감염 이후 2월 인구 이동과 경제 활동은 추세를 크게 상회. 반면, 주간 Proxy 기준 2월 물류, 소비, 주택거래, 제조업 가동률, 건설 착공은 추세를 하회하거나 산업별 편차가 큰 편
- 가동률과 조업 재개 속도는 내수 업종이 수출을 상회. 인프라 투자가 부동산(신규착공/준공)을 상회. 물류는 수급 모두 차질

트래픽/서비스/인프라/원자재 양호 vs 부동산/수출/소비재 부진

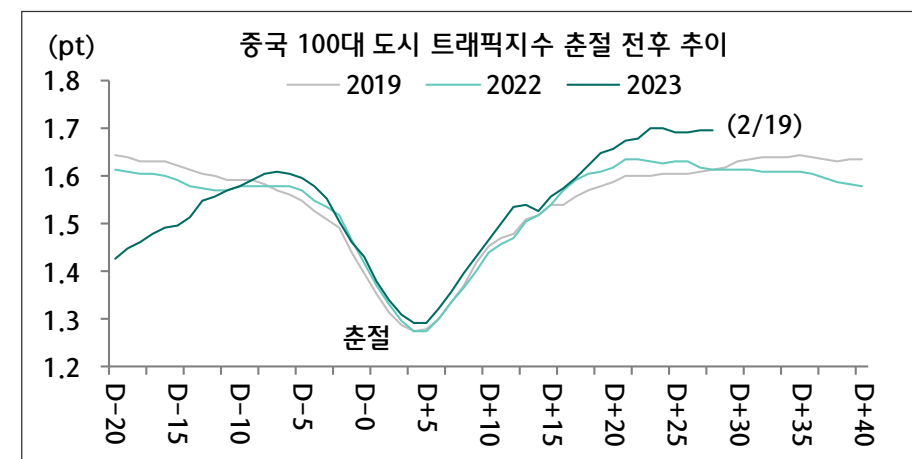


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

중국 리오프닝 안정성 : 18대 도시 지하철 이용객 추세 대폭 상회



중국 리오프닝 안정성 : 100대 도시 도로 혼잡지수 추세 대폭 상회

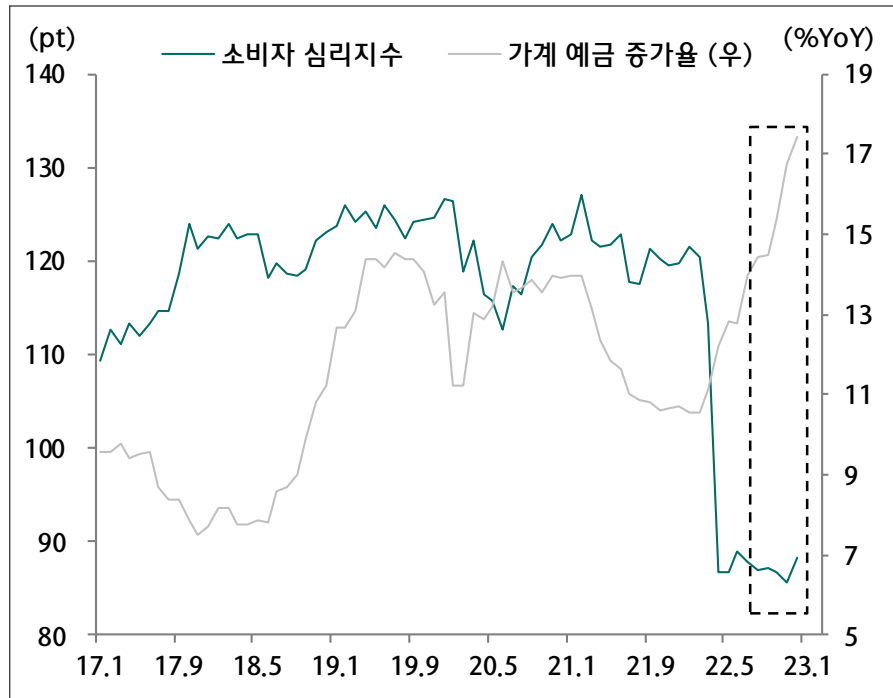


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[회복과 입증] ③ 소비 잠재력 : 1-2월 소비와 고용 반등 시작, 속도는 완만

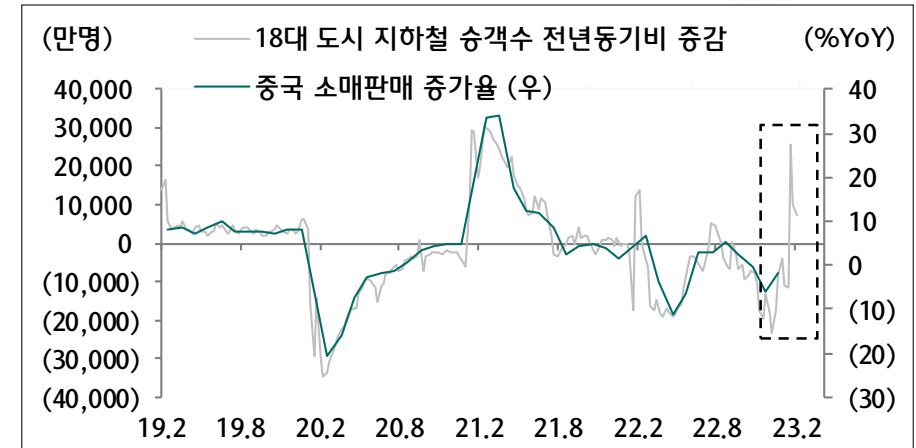
- 상반기 소비 회복의 모니터링 지표는 ①인구이동, ②서비스업 PMI(고용), ③소비심리와 초과 저축 동향, ④부동산 가격(역자산 효과와 경기소비). 1-2월 소매판매는 12월에 이어 반등이 예상되지만, 서비스 제외한 자동차와 내구재 판매 불확실. 1/4분기 고용시장 회복과 임금 상승 효과 점차 반영되겠지만, 가계 소비심리와 초과 저축 잠재력은 정책과 부동산 변수 상존

중국 소비심리 바닥 확인에 성공했으나 소비 전환은 시간이 필요

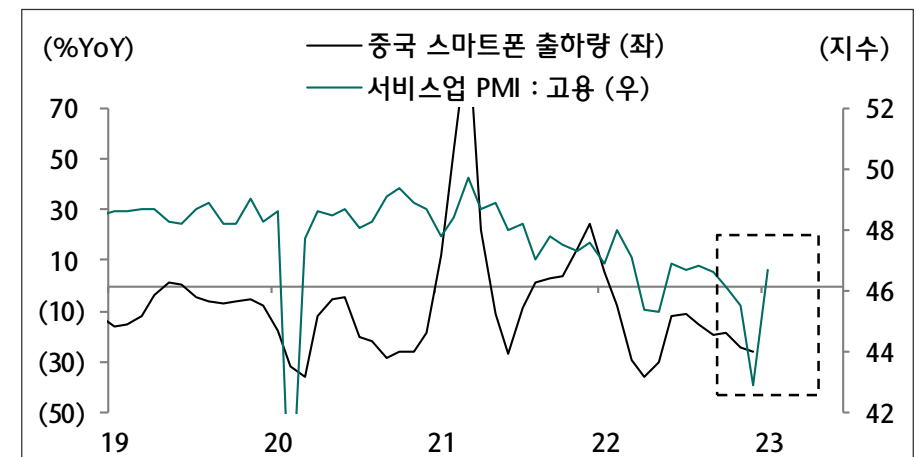


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

1-2월 소매판매 반등 시작, 관건은 정책/소비심리/부동산 회복



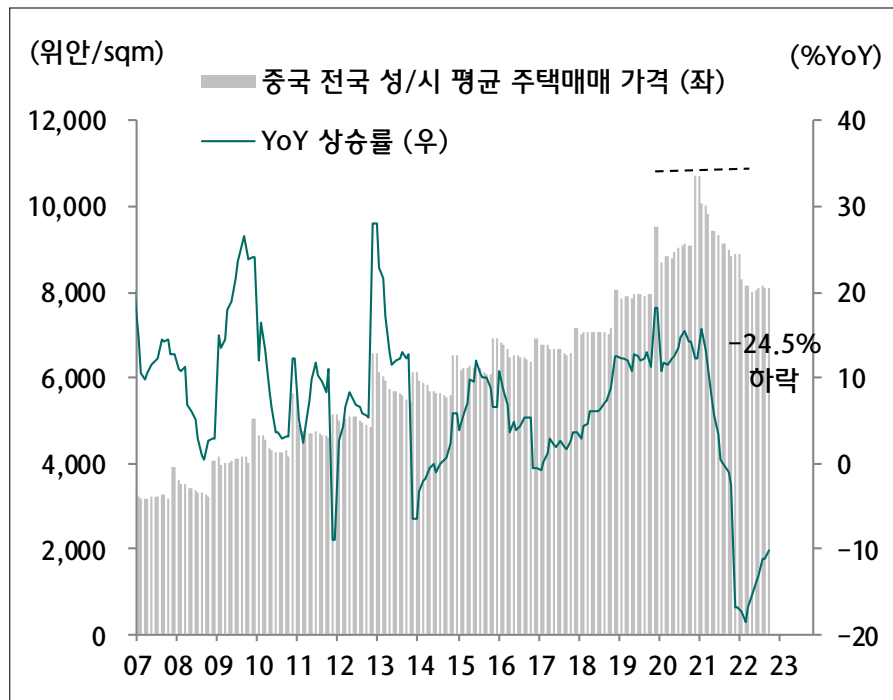
1/4분기 서비스업과 고용시장 회복 주목



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

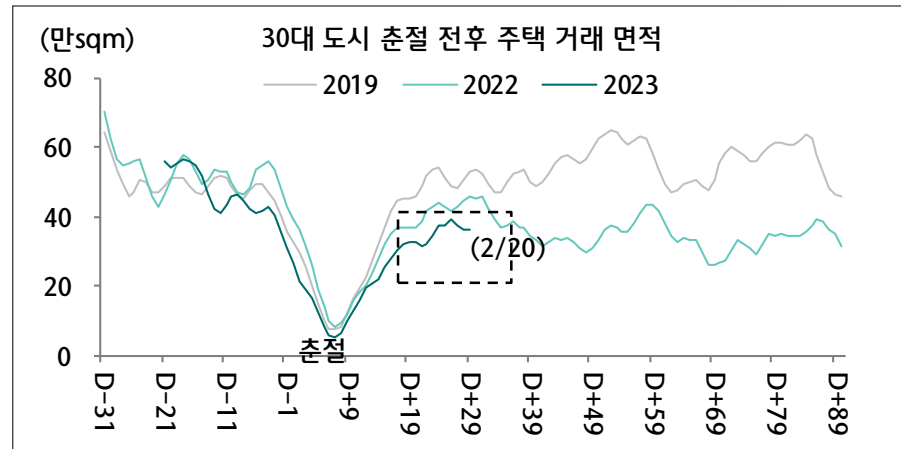
[회복과 입증] ④ 부동산 : 1월 주택가격 반등 성공, 2월 거래와 준공 예상 하회

- 상반기 부동산 회복은 공급자 관점에서 준공 지표 회복과 가계 수요 관점에서 가격과 주택거래 동반 회복이 관건 : 1월 70대 도시 신규 주택가격과 기존 주택 거래는 반등에 성공. 1-2선 대도시 중심으로 가격/금리 하락 및 규제 완화 효과 점차 반영. 다만, 핵심 지표인 30대 도시 주택거래는 춘절 이후 여전히 추세를 하회. 준공과 건설 지표 역시 2월 속도 예상 하회
- 중국 전국 주택가격은 팬데믹 고점 대비 약 24% 급락 (기존주택)

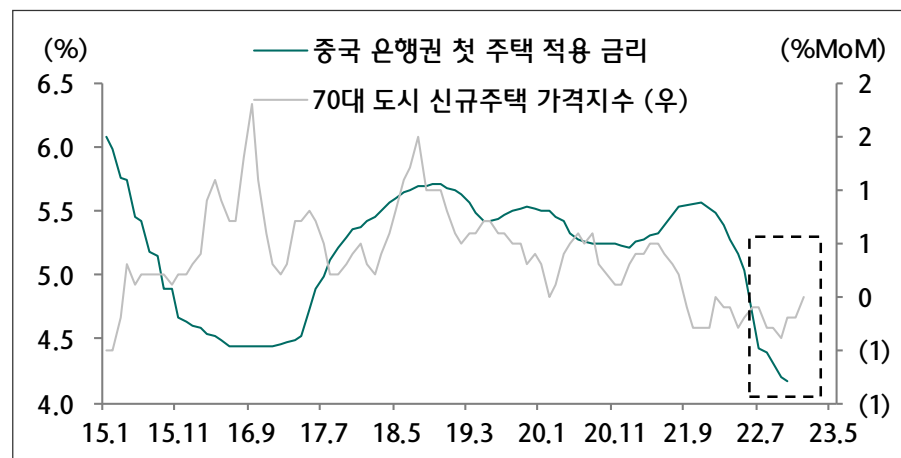


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

핵심 지표인 30대 도시 주택거래는 춘절 이후 여전히 추세 하회



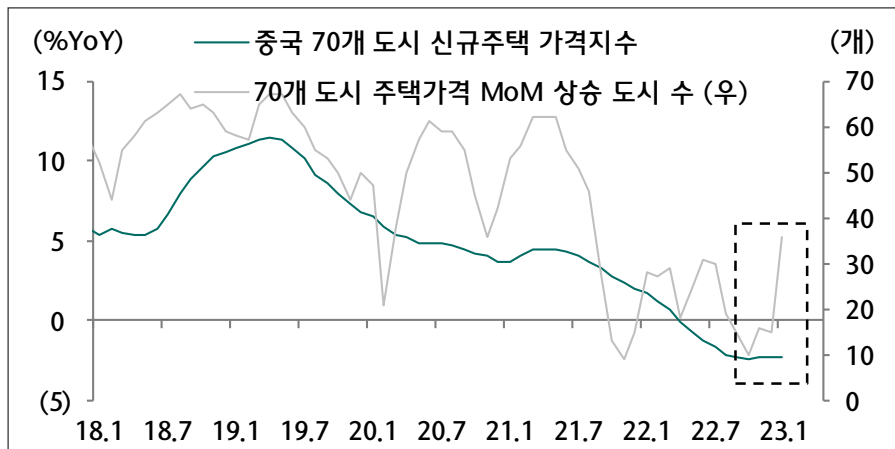
1월 기존 주택 거래와 70대 도시 신규주택 가격은 2년만에 반등



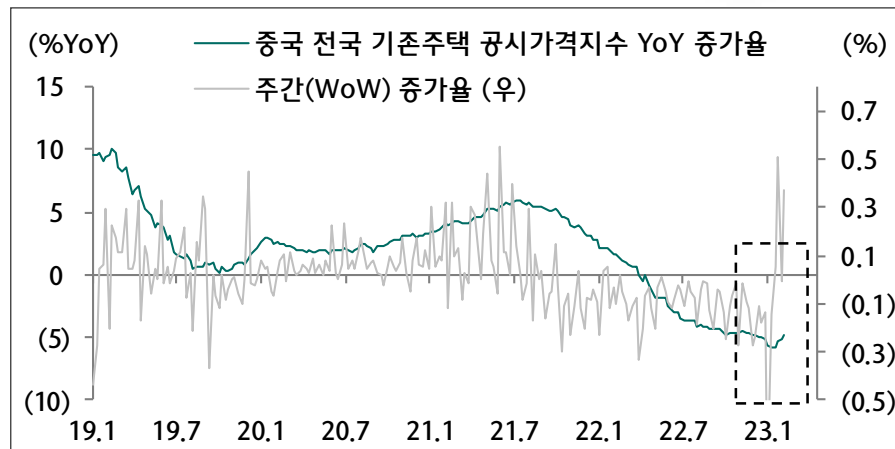
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[회복과 입증] ④ 부동산 : 1월 주택가격 반등 성공, 2월 거래와 준공 예상 하회

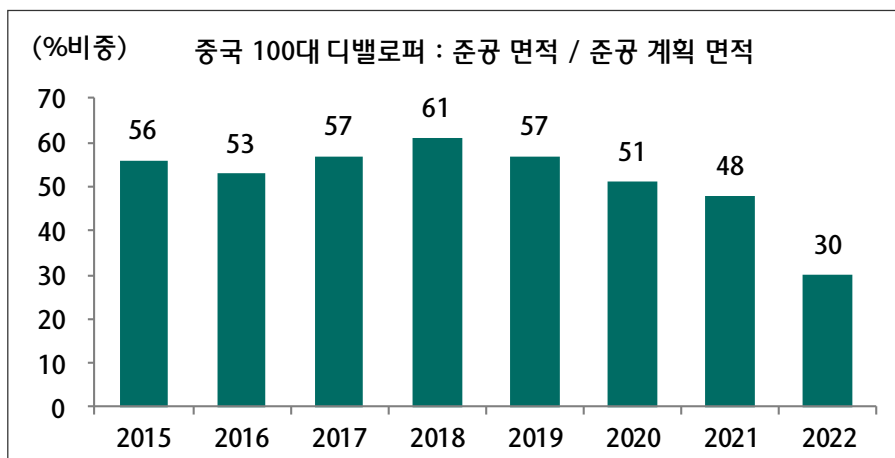
1월 70대 도시 주택가격 반등 : 전월비 상승 도시 수 큰 폭 증가



전국 기존 주택 공시가격지수 약 18개월만에 반등 성공

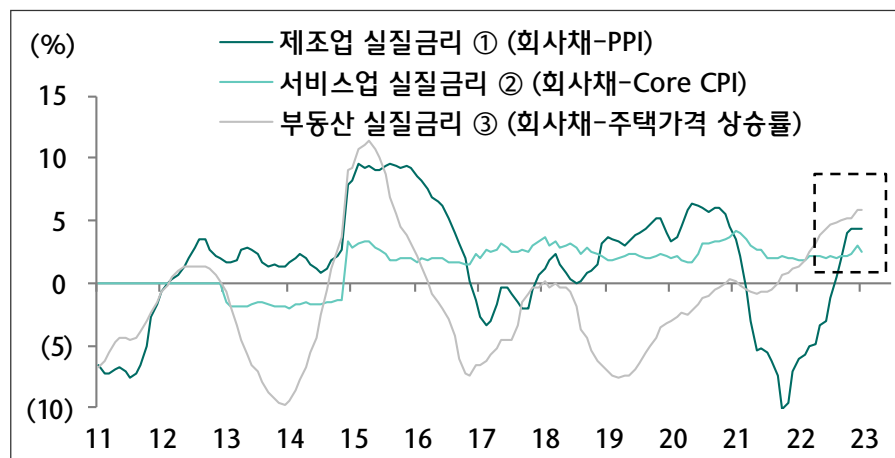


2023년 디벨로퍼 준공 지원 강화 : 1-2월 건설 재개 속도 예상 하회



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

중국 디벨로퍼 디폴트 압력은 2/4분기 정점 통과 예상

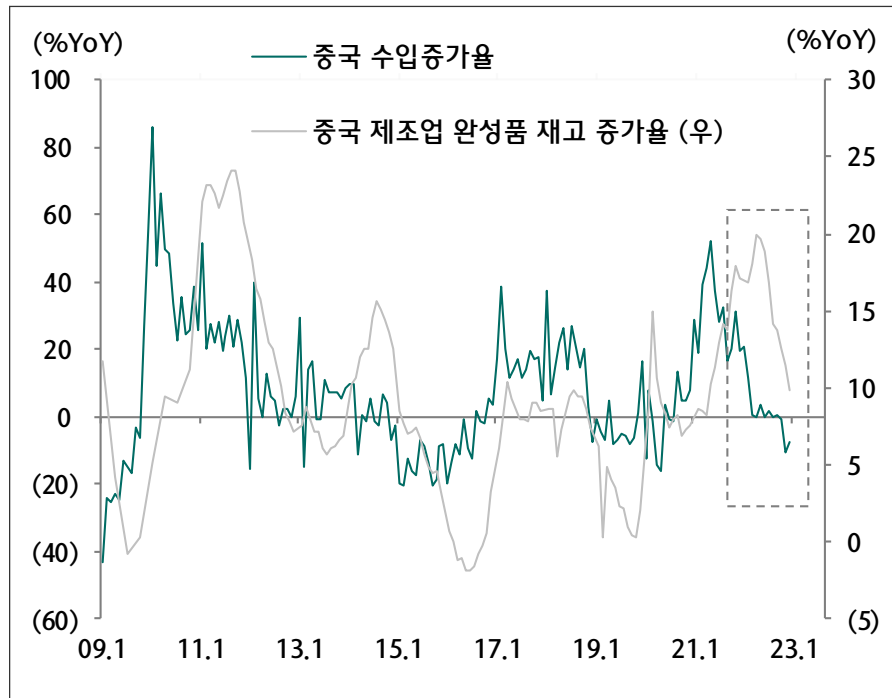


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[회복과 입증] ⑤ 재고 사이클 : 후반부 진입, 3월 수입/생산/가격 신호 주목

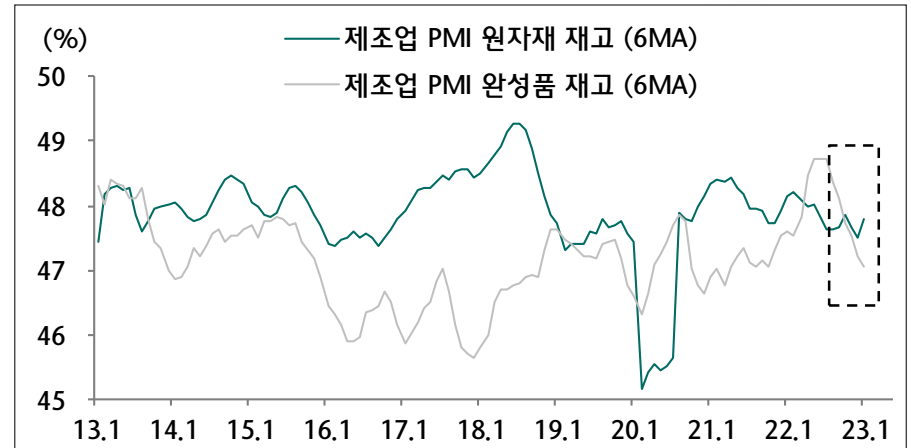
- 상반기 중국 재고조정 사이클의 후반부 진입, PPI 저점 신호와 선제적인 회복 분야 주목. 2022년 재고조정이 강하게 진행된 원재료와 중간재 분야의 수입/생산/가격 먼저 회복할 전망
- 1월 PPI 상승률은 여전히 높은 재고조정 압력 시사. 2월 이후 수입 회복 신호 역시 미약. 원자재와 장비 분야 시그널 주목

상반기 재고조정 후반부, 원자재와 중간재 수입 반등 주목

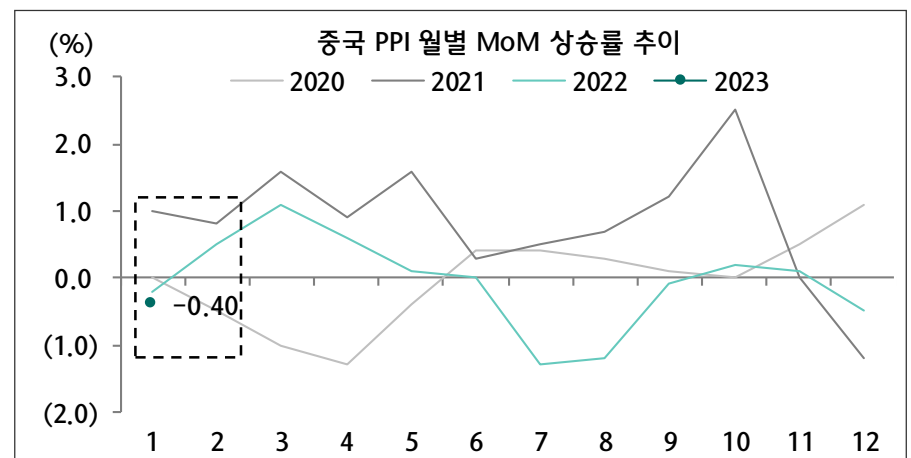


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

중국 제조업 PMI 원자재 재고, PPI 상승률(MoM) 반등 신호 주목



중국 재고조정 강도는 PPI MoM 상승률과 원자재 가격을 통해 확인

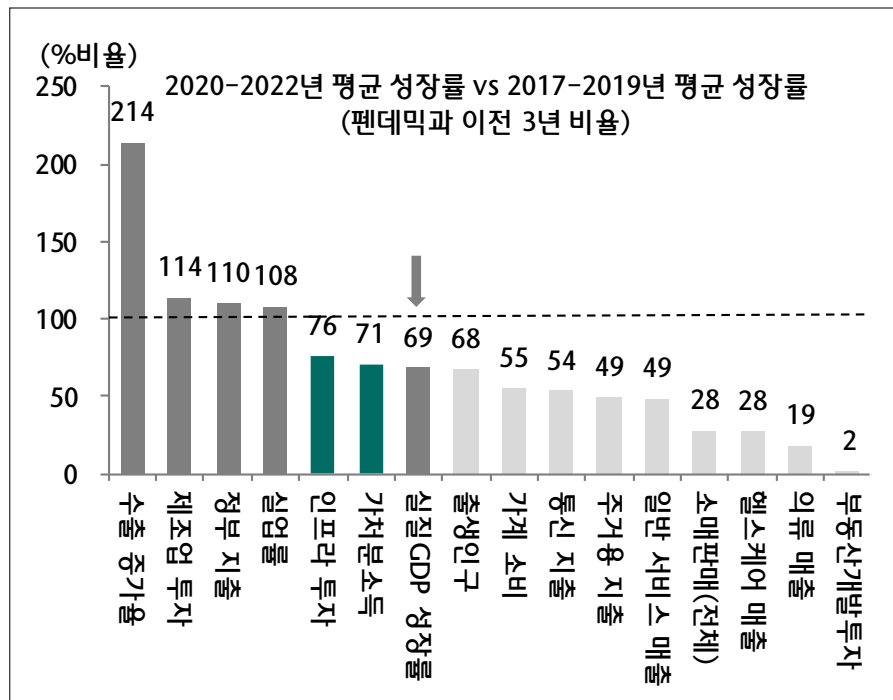


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[투자 전략] 중국관련주 비중확대 전략 유지, 대외악재에서 펀더멘털로 점차 이동

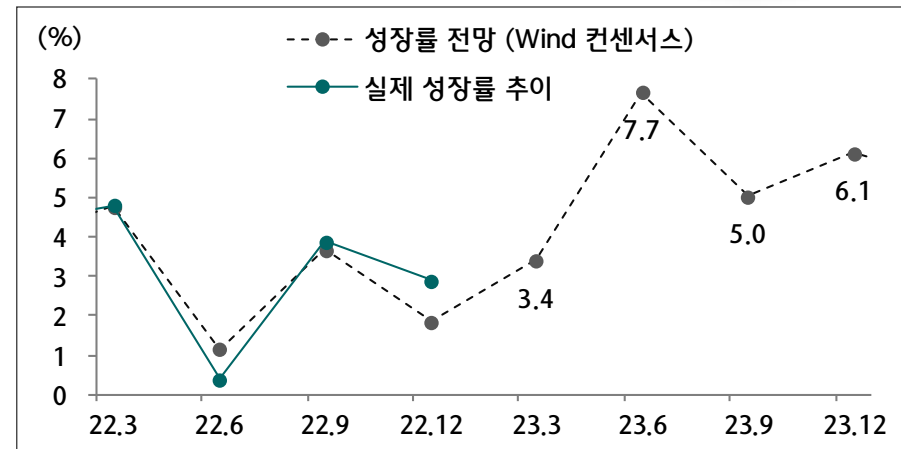
- 3월 중국 및 관련 자산/국가 비중확대 전략 유효. 3월에는 중국 정책 효과와 펀더멘털 회복이 미국발 악재를 점차 완충할 전망. 상반기 중국 경기/실적의 반등(YoY/QoQ) 기대감 유효하고, 내수 경기의 자생적인 회복세가 서비스-투자-소비-부동산 순으로 점차 빨라질 것. 상반기 재고조정 종료 시점 주목

2023년 내수경기 회복, 트리플 완화 정책, 재고조정 탈피 신뢰

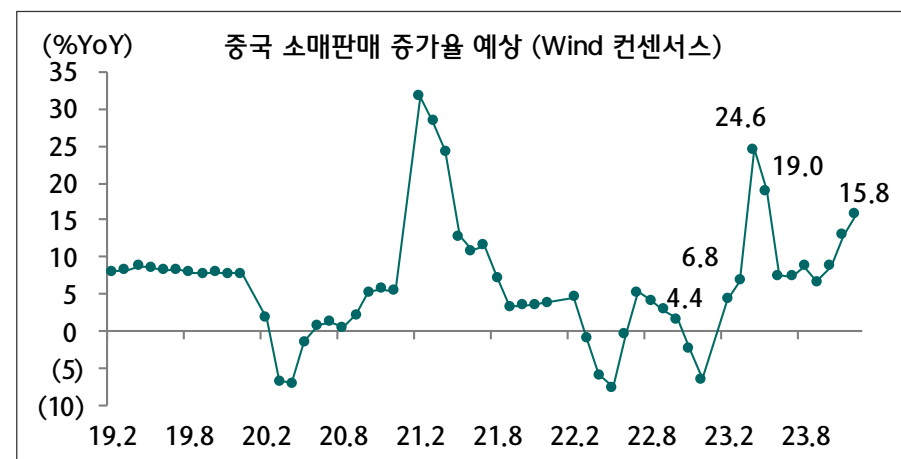


자료 : Wind, 하나증권

중국 성장률 컨센서스 추이 : 2023년 N자형 경로, 상향조정 여지 큼



중국 소매판매 컨센서스 추이 : 연간 두자릿수, N자형 회복 패턴

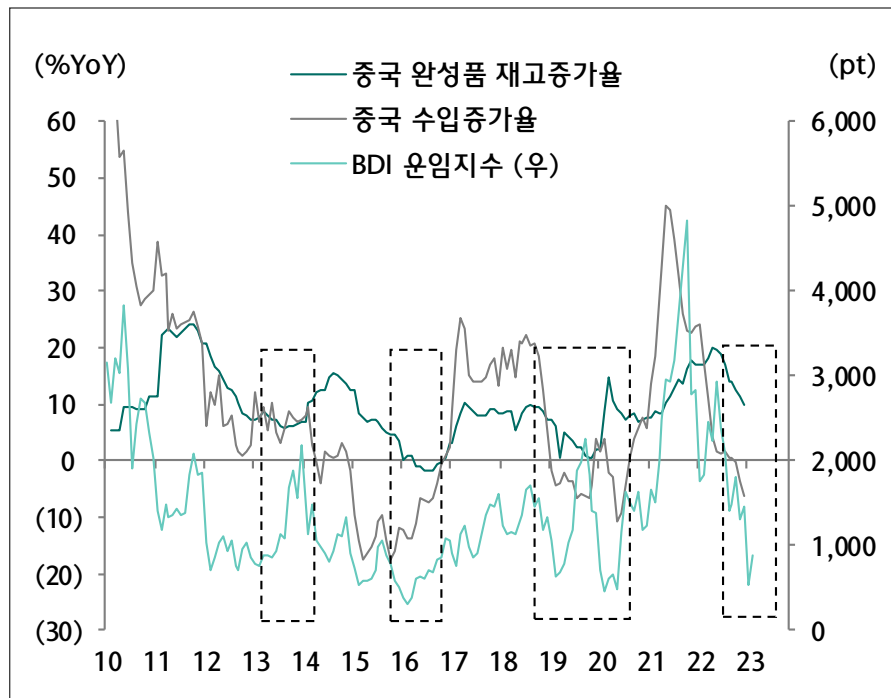


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[투자 전략] 업종은 ①차이나 컨슈머, ②테크/소재, ③산업재 주목

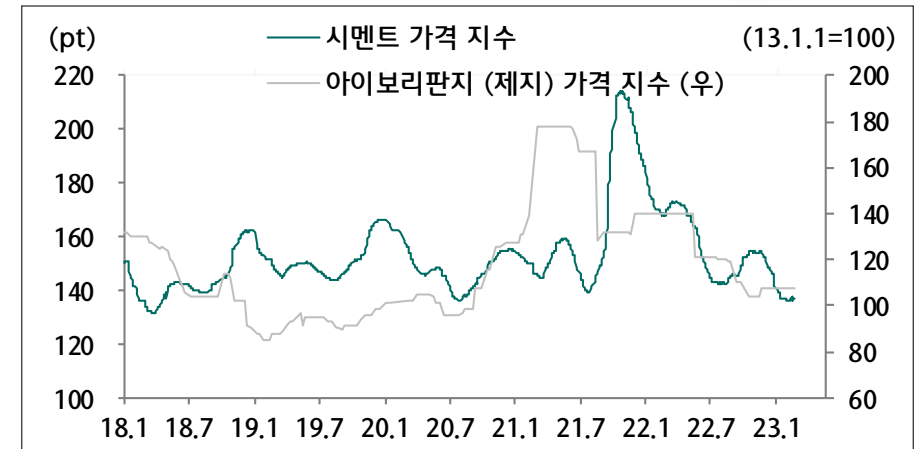
- 업종/테마 전략은 2023년 사이클 저점 조건을 충족한 가운데 탄력적인 실적 회복 기대와 밸류에이션 메리트 동반 고려
- 우리는 1/4분기 ①차이나 컨슈머(음식료/전자상거래/항공/제약/스마트폰/가전/게임), ②재고조정과 부동산 침체 후반부 소재/산업재(반도체/철강/제지/건자재/기계/해운)을 주목

중국 재고조정 후반부 수입/가격 반등 분야 주목 : 소재/산업재

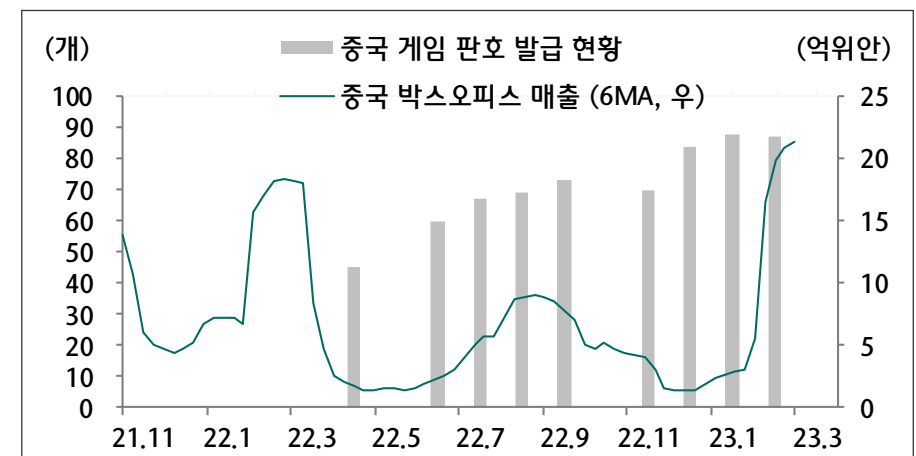


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

중국 가격 사이클 턴어라운드 분야 주목 : 시멘트와 제지 사례



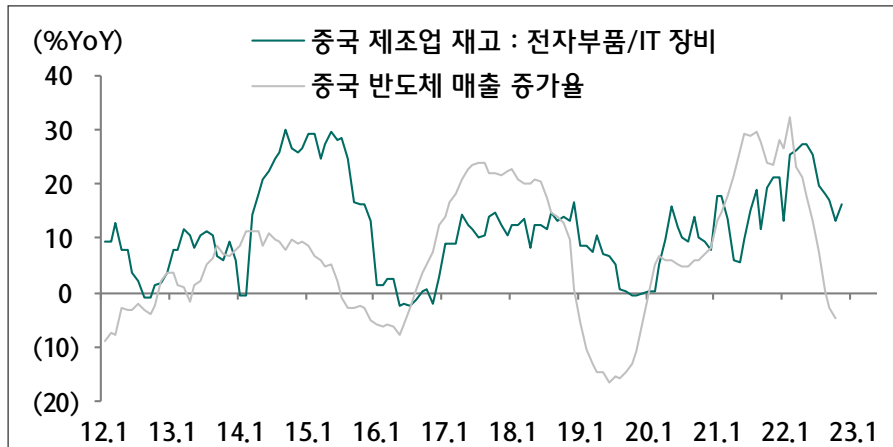
중국 가격 사이클 턴어라운드 분야 주목 : 게임, 미디어 사례



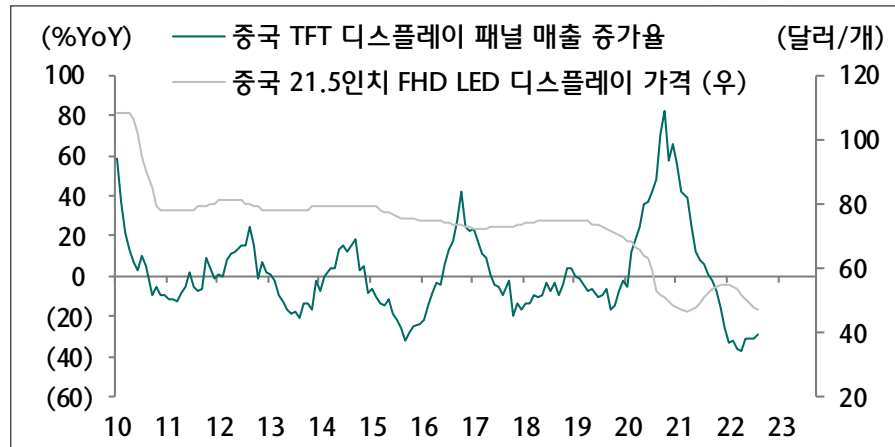
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[투자 전략] 업종은 ①차이나 컨슈머, ②테크/소재, ③산업재 주목

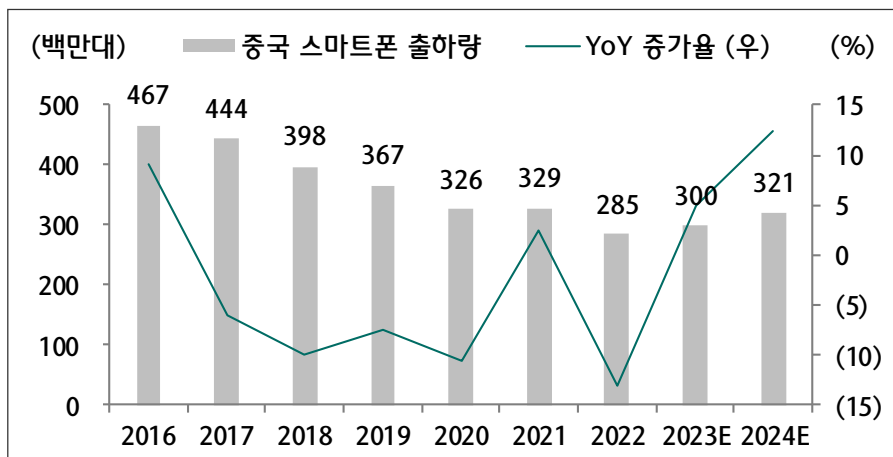
중국 테크 사이클 저점 신호 : 재고조정과 매출 하락세 충분



중국 테크 사이클 저점 신호 : 디스플레이 가격/매출 펜데믹 저점

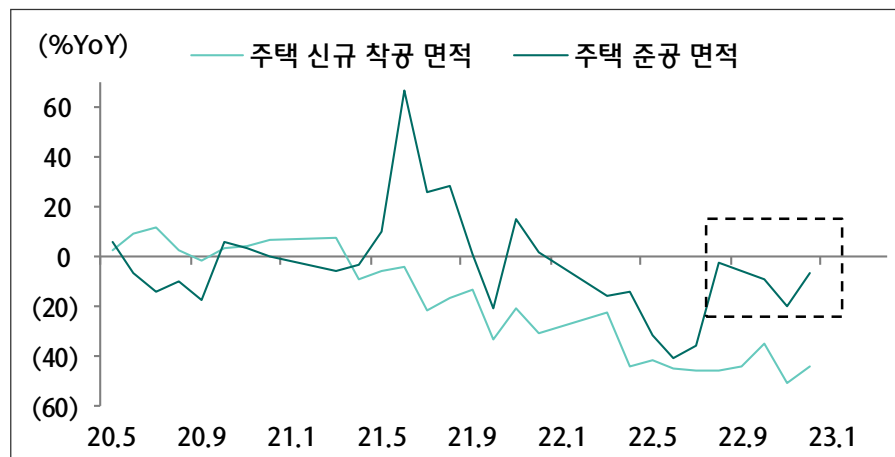


중국 테크 업종 수급 : 시총 대비 초과 편입 비중 매우 낮게 유지



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

중국 테크 사이클 저점 신호 : 리오프닝과 부동산 관련 가전 수요

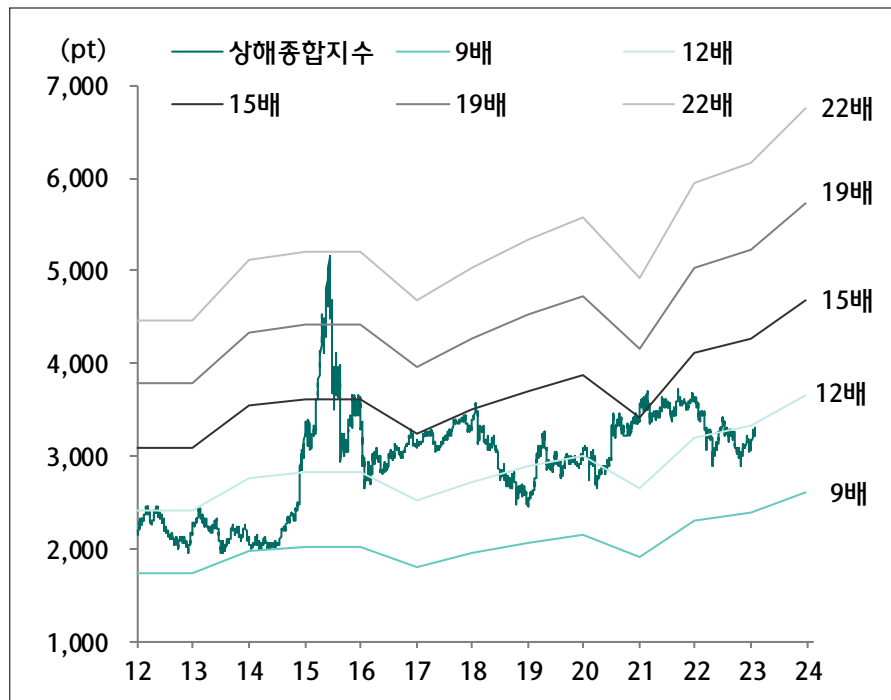


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[중국 증시] 3월 반등 에너지 축적 구간, 중기적으로 기회요인이 더 큼

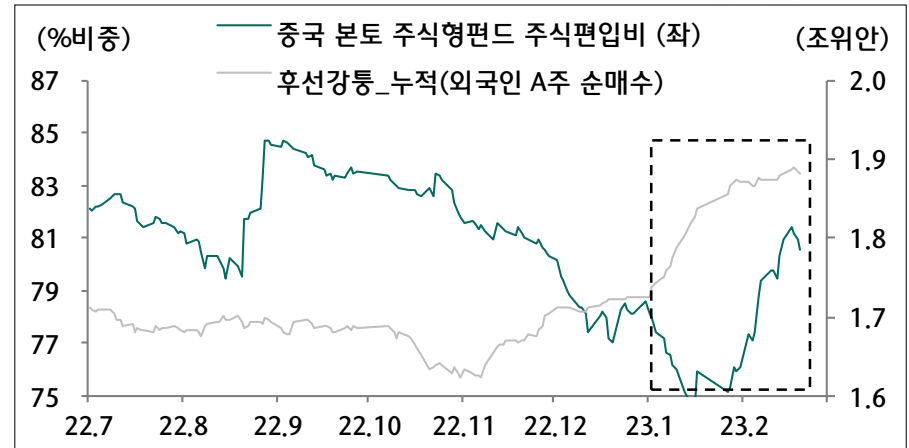
- 중국 본토증시 비중확대 의견과 상반기 상해종합지수 예상 밴드 2,950p~3,800p 유지. 2월 홍콩 대비 상대적으로 선방한 본토는 3월 반등 에너지 축적 구간. 외국인(패시브)과 기관 편입 비중 확대 이후 신규 자금 유입 제한. 대외 악재 소화와 상반기 펀더멘털 반등 각도에 대한 검증 지속. 중기적으로 밸류에이션 부담 낮고 경기/실적/정책 방향성은 기회요인이 더 큼

상해종합지수 PER 밴드 : 밸류에이션 역사적 평균 소폭 하회

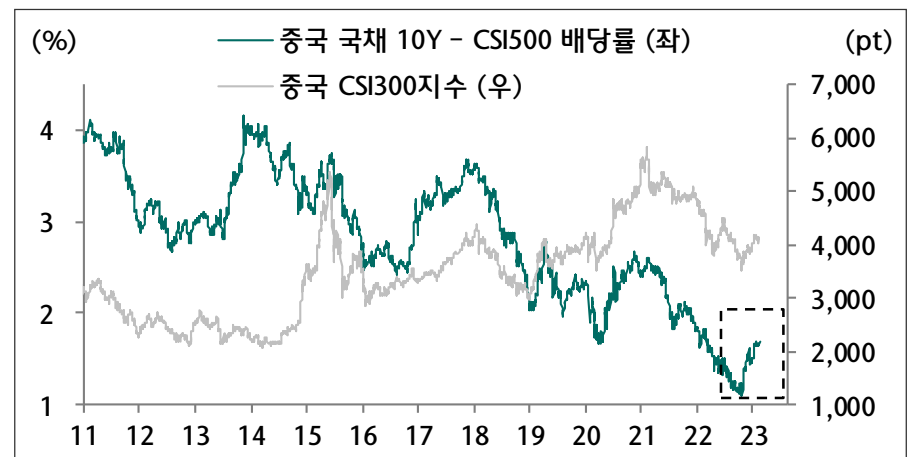


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

외국인(패시브)과 로컬 기관 편입 비중 높은 편. 신규 자금 유입 관건



2023년 상반기 중국증시 재평가 여력 여전이 큰 편

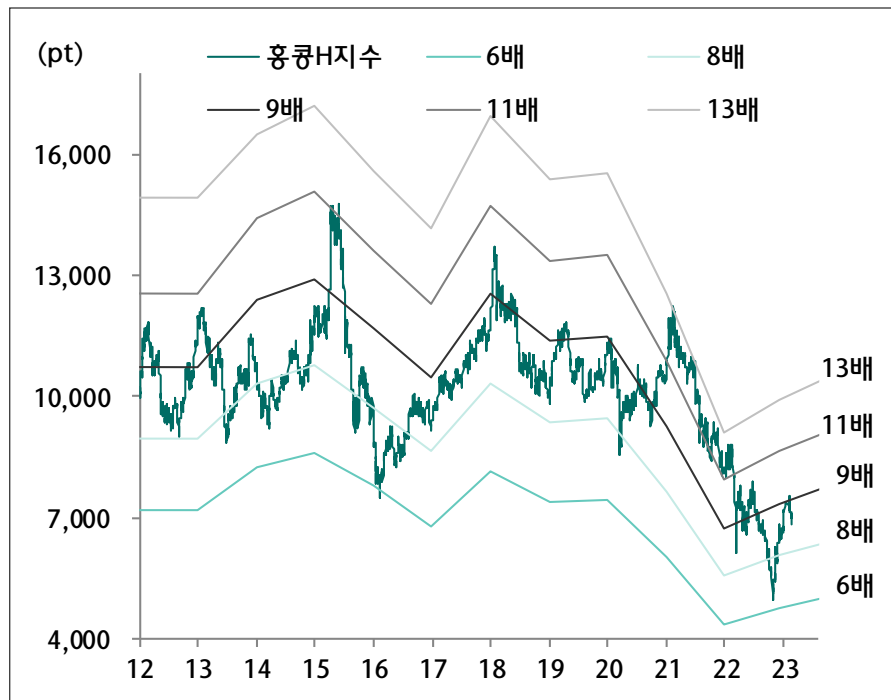


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[홍콩 증시] 낙관적인 시각 유지, 대외 충격 소화하고 반등 모색

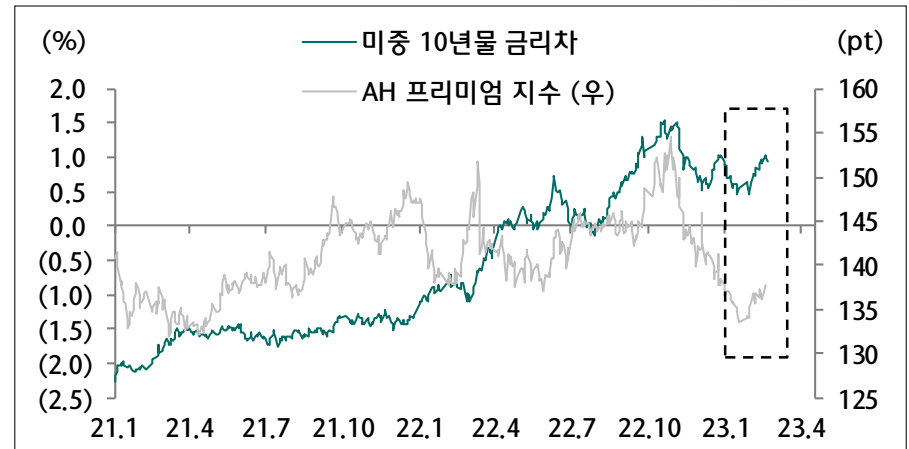
- 홍콩증시 비중확대 의견과 상반기 항셱H지수 예상 밴드 6,430p~8,900p 유지. 2월 미국 금리 급등과 리오프닝 눈높이 상승이 항셱지수 급락을 유도(미 국채 10년물 10bp 상승당 1% 하락). 2월 대외악재와 수급으로 인한 조정 폭 충분, 중국 더블 딥 국면에서 발생하는 추세하락 확률 낮음. 시총 구성상 3월 전 인대 정책과 내수경기 회복에 점차 연동, 변동성 점차 축소 예상

항셱H지수 PER 밴드 : 2월 대외 악재로 인한 조정 폭 충분

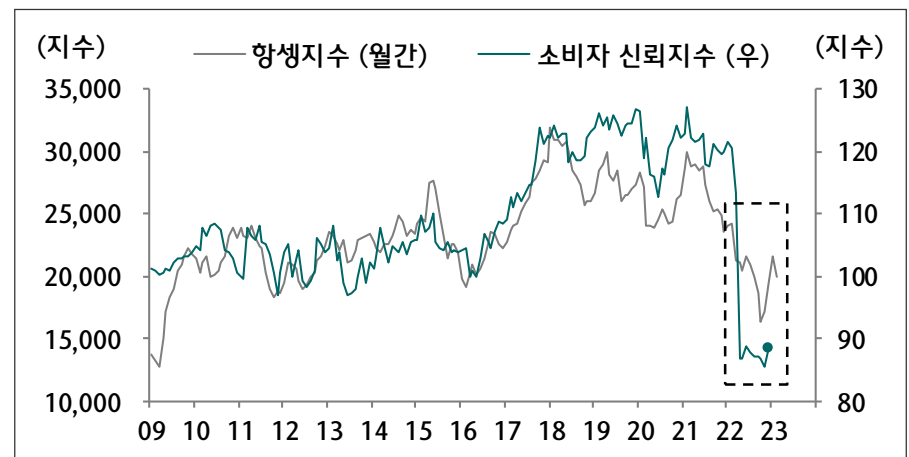


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

항셱 AH 프리미엄지수 추이 : 미국 금리 충격에 본토보다 더 민감



3월 전인대 정책과 내수 경기 회복에 점차 연동될 전망



주: AH프리미엄 지수 상승(하락)시 홍콩증시 대비 본토 할증(할감)을 의미

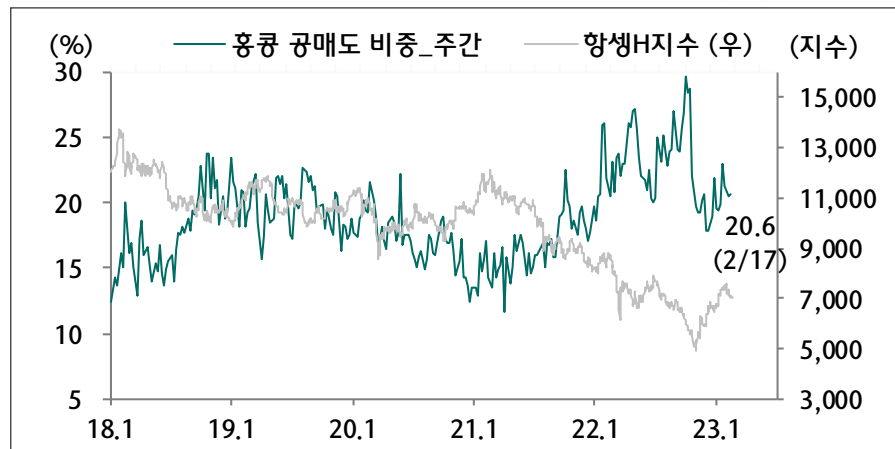
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[홍콩 증시] 낙관적인 시각 유지, 대외 충격 소화하고 반등 모색

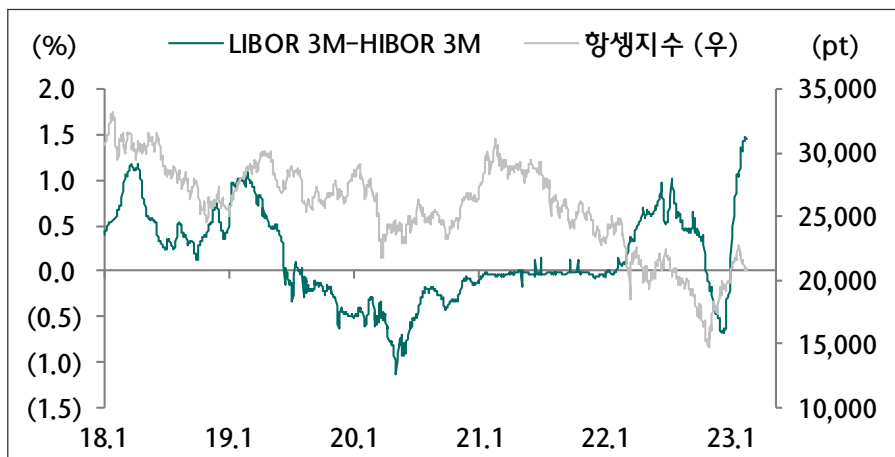
미중 금리 적용한 홍콩 리스크 프리미엄 추이 : 역사적 중상단



홍콩증시 공매도 거래 비중 추이 : 변동성 점차 축소될 전망

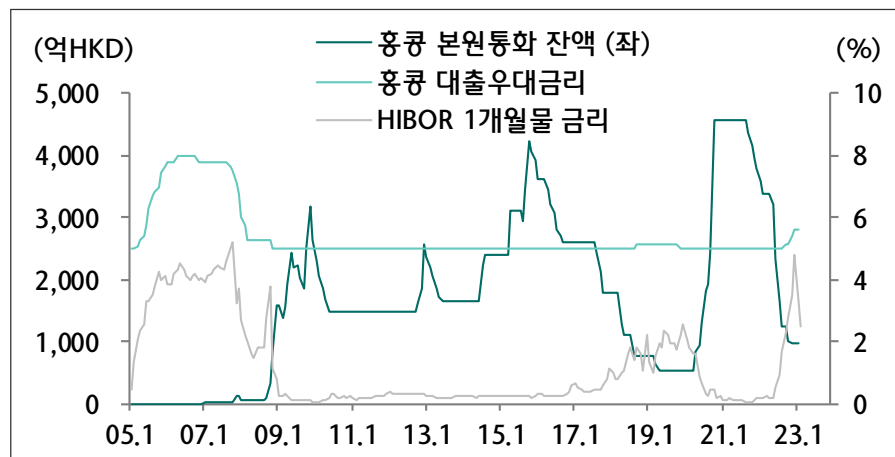


홍콩 대내외 금리차 큰 폭 확대 : 항생지수와 홍콩달러에 충격



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

홍콩 대내외 금리차 큰 폭 확대 : 홍콩경제 회복과 금리 반등 중요



자료 : CEIC, Wind, 하나증권



Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.