



중국/신흥국 투자전략 김경환

02-3771-7616 / khstyle11@hanafn.com

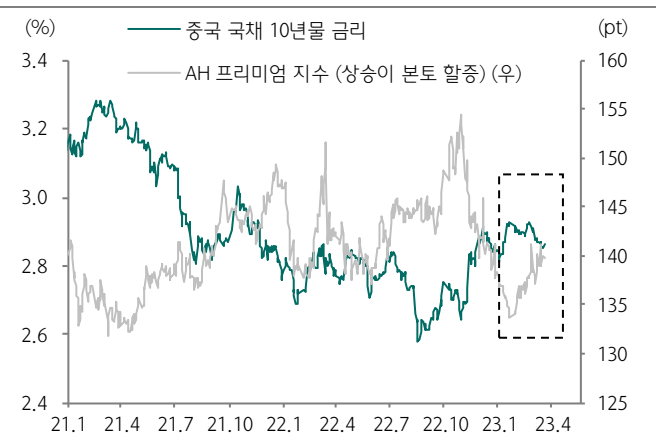
중국분석 RA 김근아

02-3771-7698

## 중국 정부는 테마주를 띄웠고, 인민은 경기와 홍콩증시를 띄운다

- 3월 전인대 이후 장세가 보여준 특징** : 3월 중화권 장세의 특징은 다음과 같다. **첫째**, 전인대 정부 업무보고서와 신임 리창 총리의 초기 행보가 온건한 경기 부양책을 시사하면서 단기 리오프닝과 경기 회복 눈높이 조정(장기금리 하락). **둘째**, 전인대에서 '내수와 소비 확대'와 '국유자본 역할론과 공급망 안보 강화'를 동시에 제시했지만, 투자자들은 기대감 충족까지 인내력이 필요한 리오프닝 관련주 보다는 정부 육성 의지가 구체적인 신행인프라, 국유기업개혁, 반도체 등 테마 매매에 집중. **셋째**, 경기 회복 눈높이 조정과 정책 의지에 대한 인식은 ①내수 경기에 더 민감한 홍콩증시의 상대강도 약화(AH프리미엄과 장기금리 역행), ②정책 인식차로 인해 항생테크지수(민영 빅테크/성장주)의 상해 과장50지수(반도체/하드웨어) 대비 상대강도 약화, ③CSI 민영기업 지수의 국영기업 지수 대비 상대강도 약화로 연결되었다. **다만, 우리는 3월 장세의 특징이 2/4분기까지 계속되기는 어렵다고 판단한다. 본토 증시의 정부 테마주는 수급 과열을 경계해야 하며, '인민'이 주도하는 자생적인 내수 경기 회복과 재고 사이클의 완만한 턴어라운드, 이를 더 적극적으로 반영할 홍콩증시의 반등을 주목할 시점이라고 판단한다.**
- 1/4분기 본토 증시(상해/심천) 테마주 열풍을 불러온 중국 정부** : 1월 지방 전인대에서 '내수/소비 확대'와 '디지털경제'가 동반 제시될 때까지만 해도 시장 주도 테마는 여전히 리오프닝이었지만, 2월부터 3월 전인대까지 본토 투자자의 최대 관심은 '디지털경제(TMT)-국유기업개혁(리레이팅)-제조업/인프라(동수자산/AI)' 테마로 점차 전환되었다. 또한, 전인대에서 발표한 국무원 조직 개편에서 국가데이터국을 신설하고, 과학기술부를 조정/승격시키면서 정부의 강한 의지에 배팅하기 시작했다. 본토 투자자들은 지난 10월 시진핑 집권 3기 출범 당시 강조한 '국유자본과 국유기업의 역할론'에 해당 테마들을 조합시키고 있다. 본토 증시에서 민영기업 대비 이익 기여는 높지만 밸류에이션은 장기 저평가라는 명분으로 '중자 이니셜 중앙국유기업'에 투영시키면서, ①디지털경제+중앙국유(통신/SW), ②국가안보(에너지/전자/군수), ③일대일로/고배당(건축/정유/철강) 등 다양한 조합들에 집중하고 있다. **다만, 우리는 본토 증시의 해당 테마군이 지정학적 위험이 커진 시진핑 집권 3기를 관통하는 주도주인 점을 부인하지 않지만, 2023년 펀더멘털 환경과 구도 하에서는 과열 경계와 옥석 가리기가 필요하다는 판단이다. 3월 3주차 중국 통신/전자/미디어(TMT)의 거래대금 비중이 이미 40%를 넘어서면서 뚜렷한 과열 양상을 보이고 있다.**
- 두 가지 장기 사이클의 저점 반등과 홍콩 증시 수혜** : 2월 이후 홍콩 증시(소비/서비스/민영기업등)의 본토 대비 언더퍼폼은 미국의 역습(금리/제재)외에 리오프닝 이후 회복 강도와 속도에 대한 시각차와 시차에 기인한다. 투자자들은 1-2월 지표를 통해 ①중국 소비 회복의 실제 강도(재화소비 상대적인 부진), ②중국 가계 디레버리징 장기화(대출과 예금 증가율 역전)와 부동산 회복 각도, ③정부 소비와 부동산 부양책의 구체성과 증거 부족, ④재고조정 사이클의 불확실성을 우려했다. **그러나, 우리는 두 가지 장기 사이클인 '가계 소비 및 레버리징'과 '재고 사이클의 회복'이 결국 2/4분기부터 작동할 것이며 구조적인 문제가 아닌 시차라는 시각을 유지한다. 첫째**, 팬데믹 이후 소매판매가 반등한 세차례 국면을 비교할 때 금번 리오프닝 사이클(2022년 11월~) 템포는 낙관적이며, 서비스와 재화의 시차가 존재하지만 2/4분기 서비스 고용(블루컬러) 회복-정부 정책(내구재)-가계 레버리징 재개가 완충할 수 있다고 판단. **둘째**, 2022년 이후 가계 대출과 예금 증가율은 역대급 격차(10%p이상)로 역전되었으나, 2월을 기점으로 축소를 시작했다. 양자간의 축소 속도(예금 하락/대출 상승)는 리오프닝 자체 외에 1/4분기 부동산 가격과 서비스업 고용 반등이 점차 작용할 전망이다. **셋째**, 중국 재고조정 사이클은 현재 약 10개월간 진행되었고, 역대 평균 14개월 기준으로 후반부에 진입했다. 2월 이후 후반부의 시그널인 원자재 재고, 수입, BDI 운임 반등이 확인되고 있다. 과거 중국 기업이익은 재고조정 사이클의 후반부에 반등을 시작했다는 점을 주목할 필요가 있다.
- 투자전략** : **첫째**, 홍콩 증시는 가계의 극단적인 디레버리징이 종료되는 시점(09년/13년말/16년초/20년)과 재고조정 후반부에 강세장이 시작. 2/4분기 본토 대비 아웃퍼폼을 예상한다. **둘째**, 국내 중국 관련주는 소비/투자 회복의 시차, 부채/재고/이익 사이클의 하단을 고려해 소비재, 테크, 산업재에 대한 낙관적인 시각을 계속 견지한다. 본토 증시보다는 홍콩 증시가 주는 정보(가계/소비재/재고사이클)에 집중해야 한다. **셋째**, 본토 증시는 정책 테마의 단기 과열을 경계, 펀더멘털 연계 분야 주목.

이슈 1. 3월 경기 회복 눈높이 조정(장기금리 하락)과 홍콩 언더퍼폼



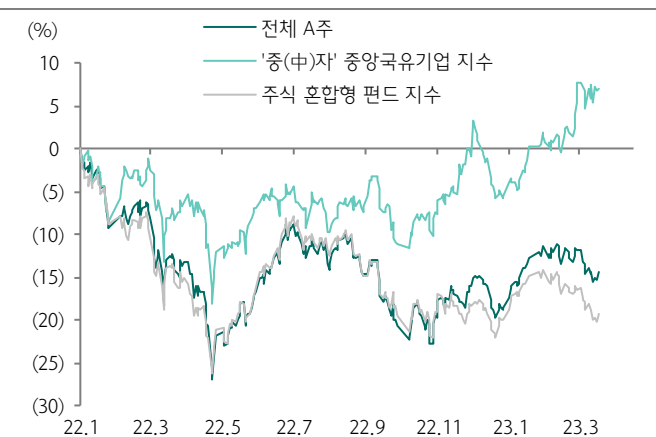
주 : 2023년 3월 22일 기준  
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 2. 전인대 이후 정부 육성 분야 배팅 강화, 상해 과창판 아웃퍼폼



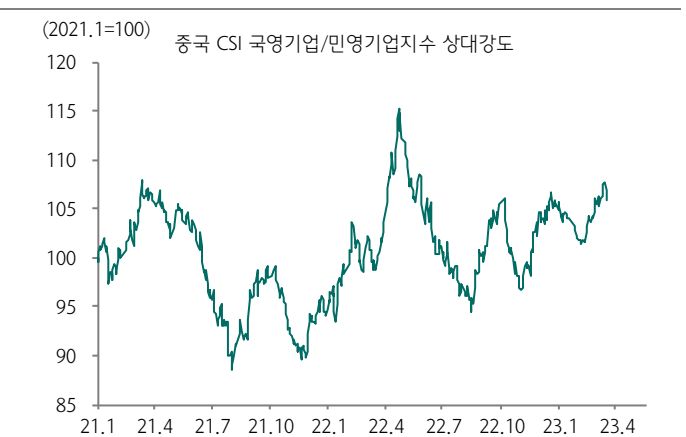
주 : 2023년 3월 22일 기준  
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 3. 디지털경제-국유기업개역 테마에 집중적으로 배팅



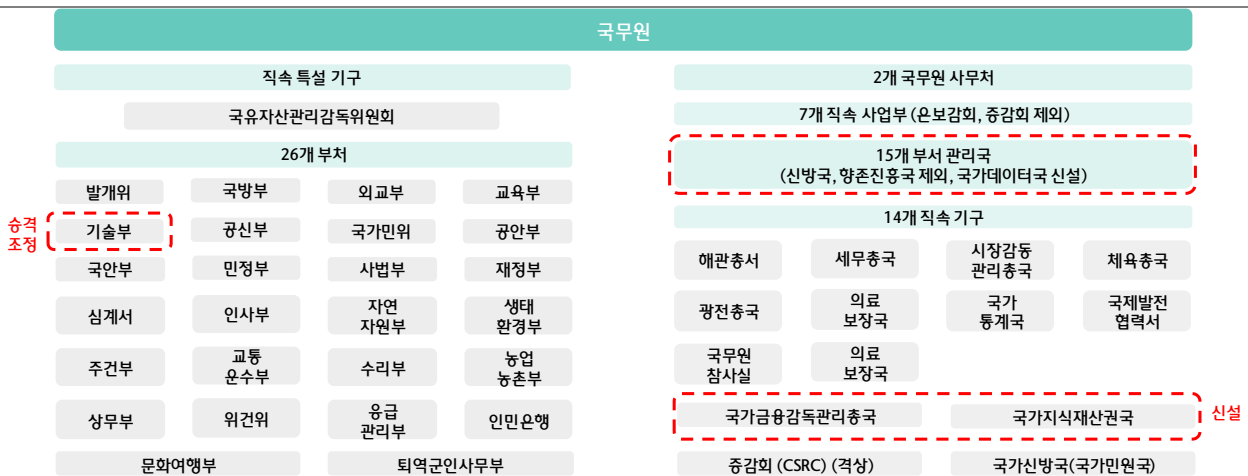
주 : 2023년 3월 22일 기준  
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 4. 전인대 이후 국유기업 주가의 상대강도 우위



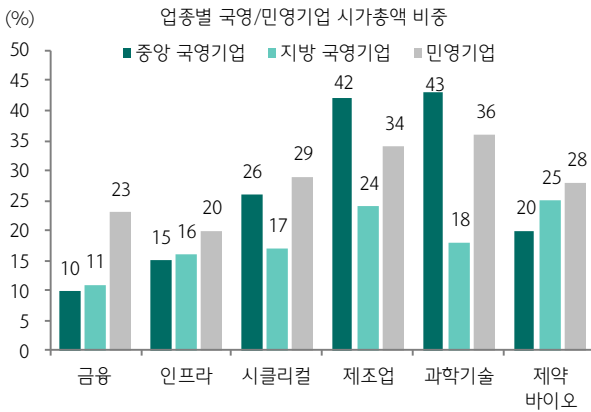
주 : 2023년 3월 22일 기준  
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 5. 2023년 전인대에서 공개한 국무원 조직 개편 : 과학기술부 승격, 국가데이터국 신설, 국가금융감독관리총국 신설



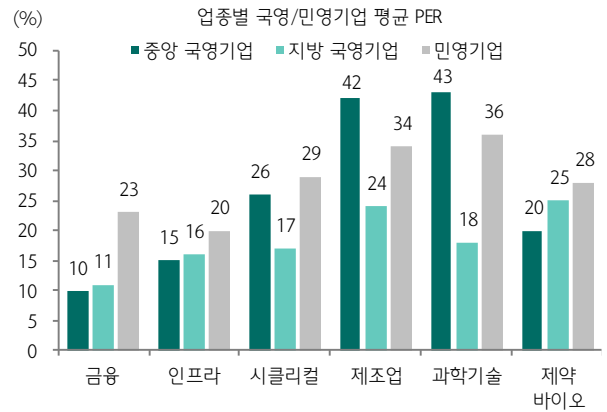
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 6. 본토 증시는 국유기업 리레이팅에 집중 (1)



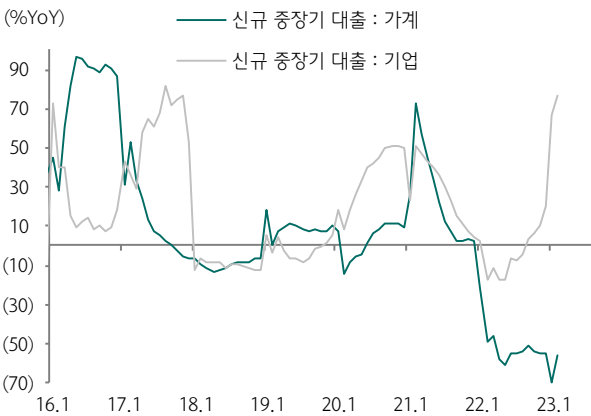
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 7. 본토 증시는 국유기업 리레이팅에 집중 (2)



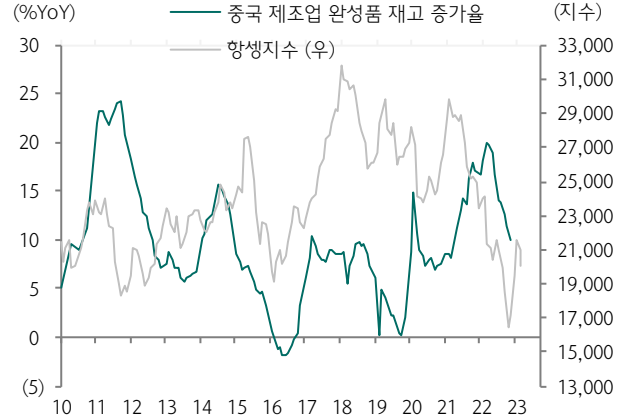
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 8. 1/4분기 홍콩증시 언더퍼폼 원인 : 가계 디레버리징 불확실성



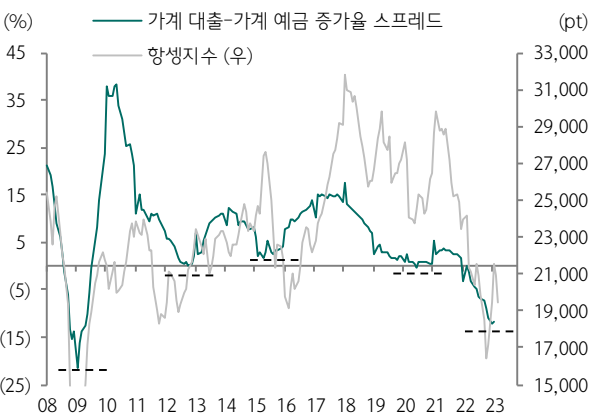
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 9. 1/4분기 홍콩증시 언더퍼폼 원인 : 재고조정 장기화에 민감



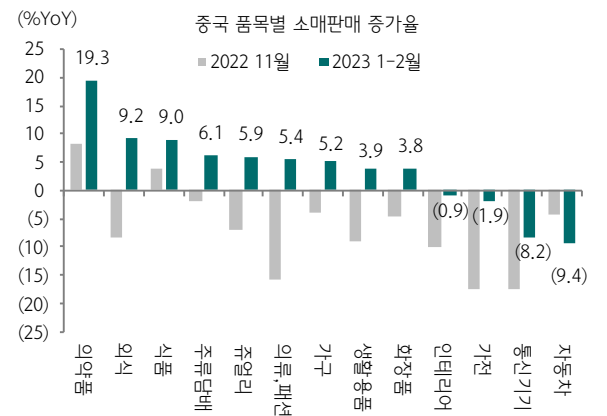
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 10. 중국 가계의 극단적인 디레버리징(대출-예금 역전)과 항셱지수



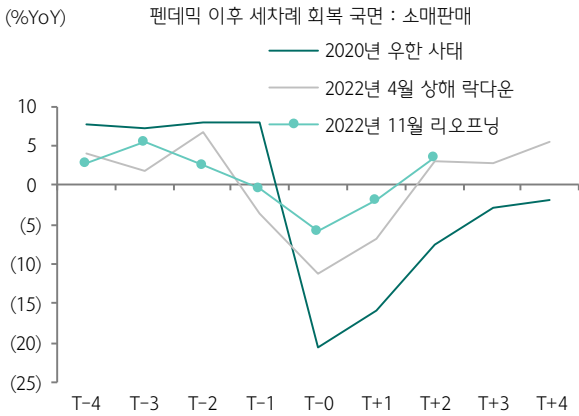
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 11. 중국 1-2월 소매판매 : 경기소비 회복세 예상 하회



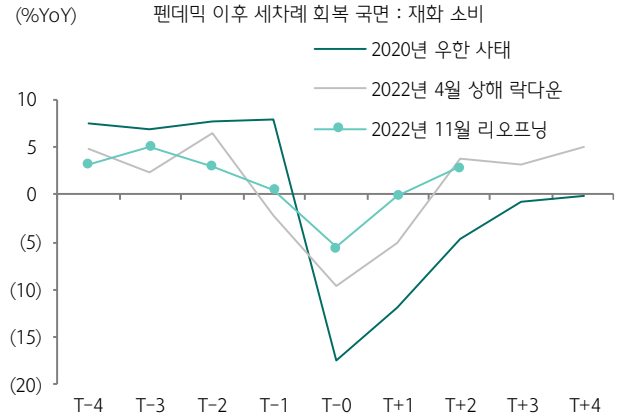
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 12. 팬데믹 이후 세차례 회복 국면 비교 : 소매판매



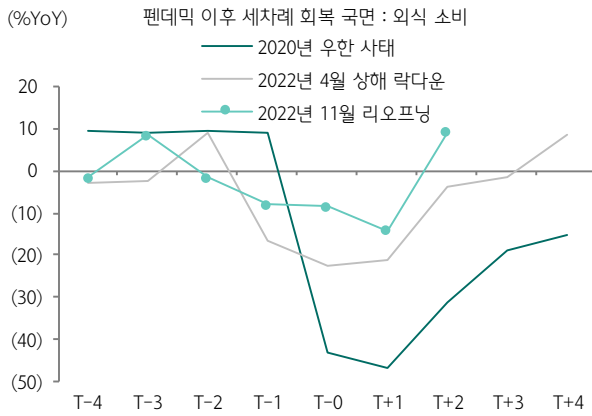
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 13. 팬데믹 이후 세차례 회복 국면 비교 : 재화 소비



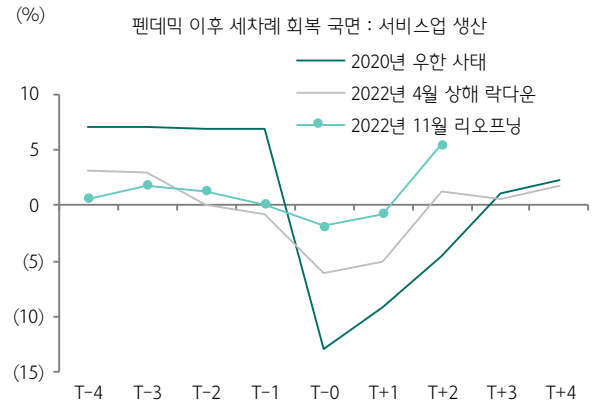
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 14. 팬데믹 이후 세차례 회복 국면 비교 : 외식 소비



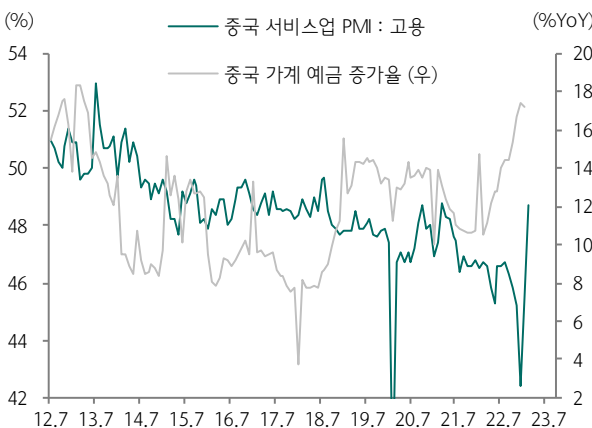
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 15. 팬데믹 이후 세차례 회복 국면 비교 : 서비스업 생산



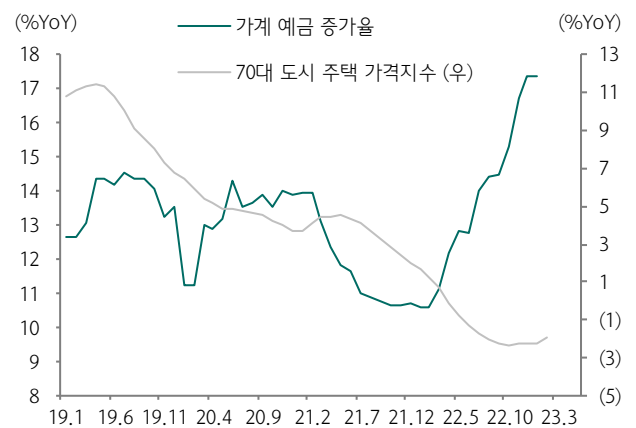
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 16. 중국 가계 소비 회복과 레버리징 기대 : 서비스 고용 선제적 회복



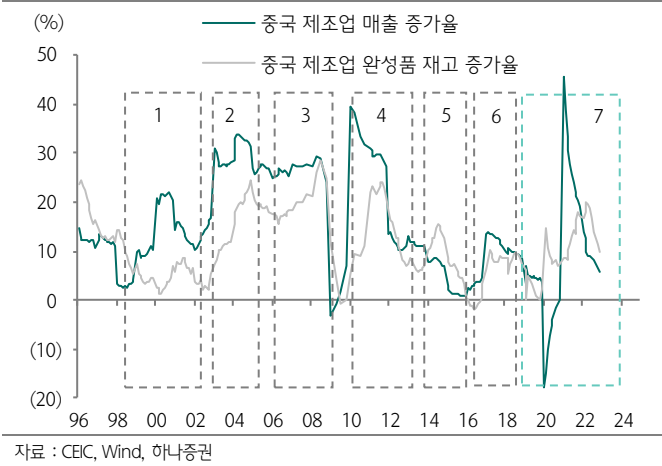
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 17. 중국 가계 소비 회복과 레버리징 기대 : 부동산 가격 저점 반동



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 18. 중국 역대 제조업 재고사이클 국면 비교

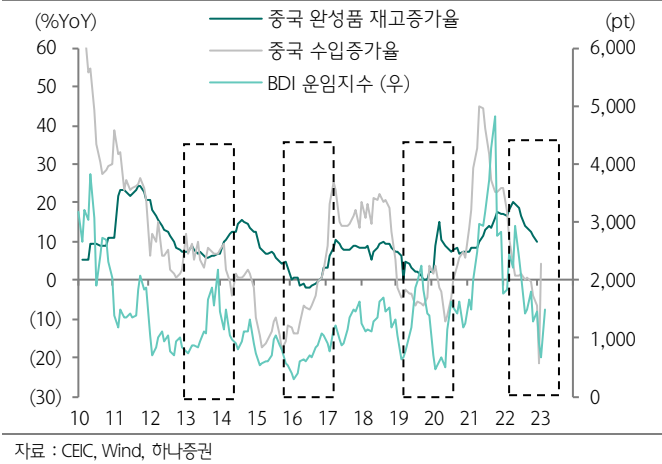


이슈 19. 중국 역대 제조업 재고사이클 국면 비교 : 재고조정 후반부 진입

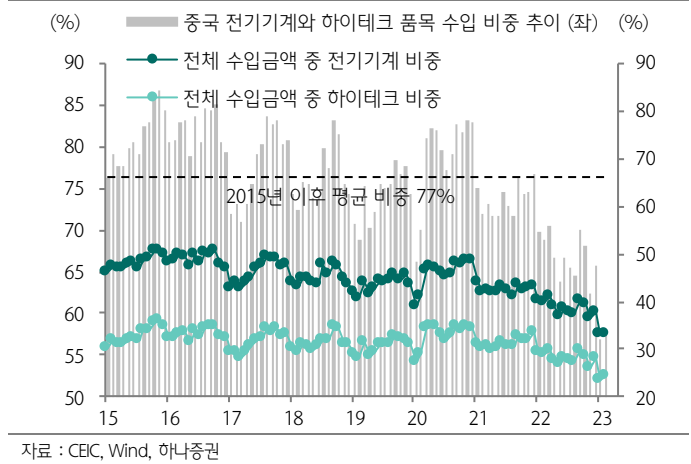
재고 사이클	기간	지속기간 (월)	재고확충 (월)	재고조정 (월)
1 (약)	00.05-02.10	29	14	15
2 (강)	02.11-06.05	42	26	16
3 (강)	06.06-09.08	38	27	11
4 (강)	09.08-13.08	47	26	21
5 (약)	13.09-16.06	33	12	21
6 (약)	16.07-19.11	40	10	30
7 (강)	19.12-현재	39	29	10
재고 사이클(강) 평균		41	27	14
재고 사이클(약) 평균		34	12	22
전체 평균		38	21	17

자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 20. 중국 재고조정 후반부 시그널 포착 : 원자재 재고, 수입, 운임

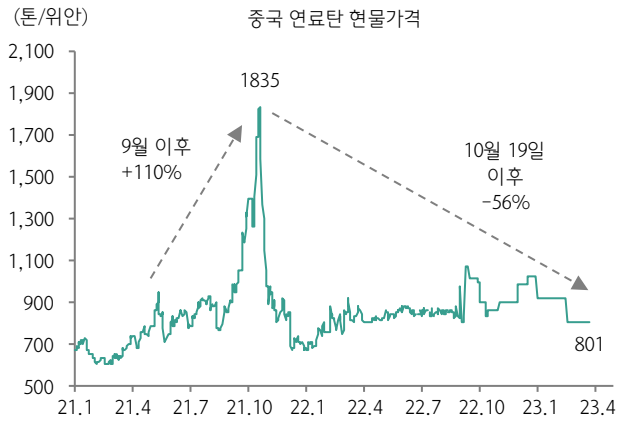


이슈 21. 중국 재고조정 후반부 시그널 포착 : 중국 테크, 산업재 수입 주목



중국중시 Key Data (주간)

그림 1. 동향 점검 : 연료탄 가격 하락



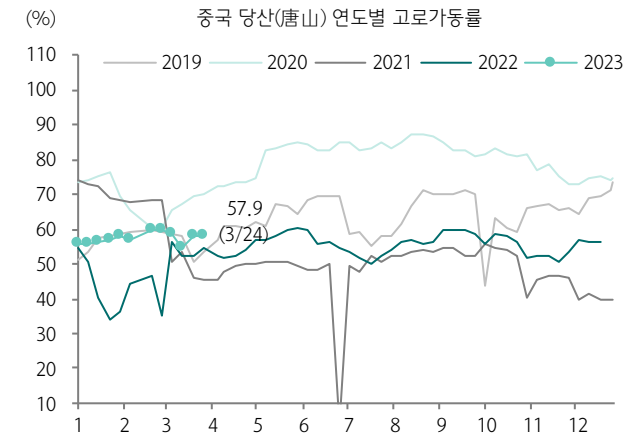
주 : 2023년 3월 23일 기준  
자료: Wind, 하나증권

그림 2. 동향 점검 : 중국 주간 남화 상품가격 지수 하락



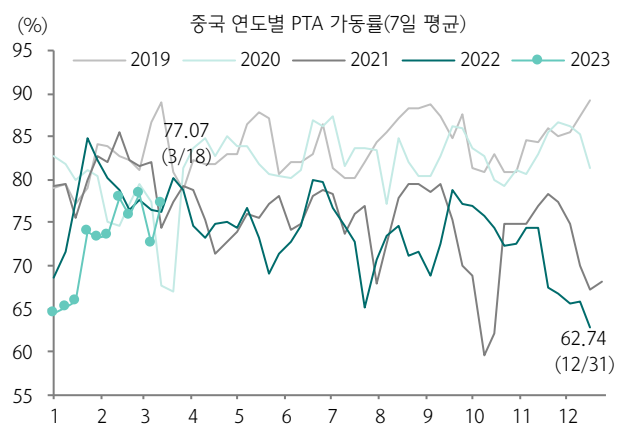
자료: Wind, 하나증권

그림 3. 동향 점검 : 3월 2주차 고로가동률 전년 동기 추세 상회



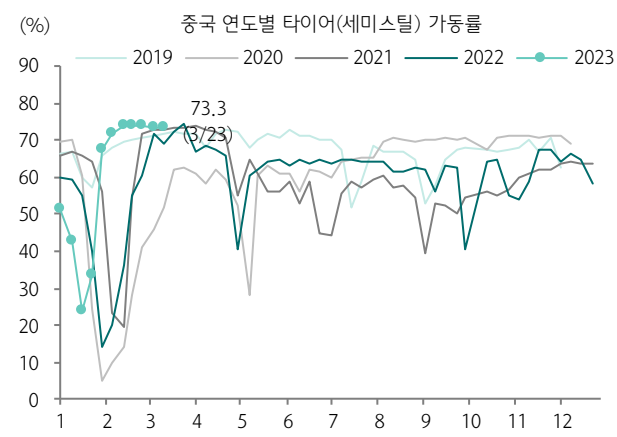
자료: Wind, 하나증권

그림 4. 동향 점검 : 3월 3주차 PTA 가동률 전년 동기 추세 상회



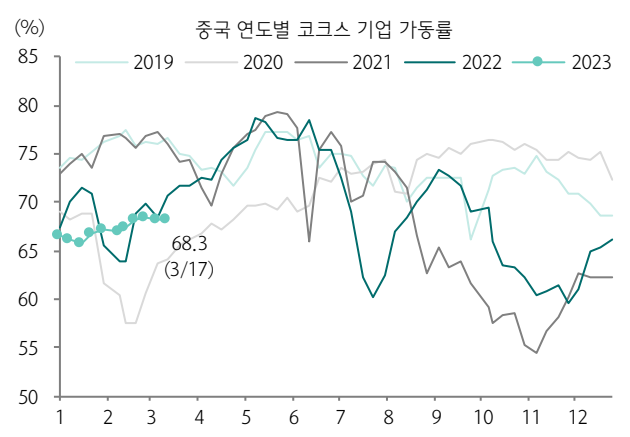
자료: Wind, 하나증권

그림 5. 동향 점검 : 3월 4주차 타이어 가동률 전년 동기 추세 상회



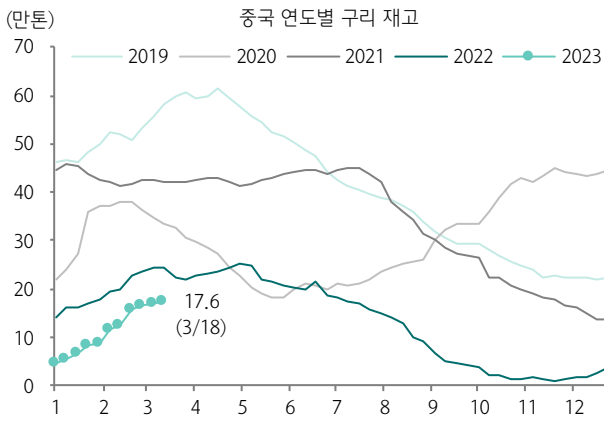
자료: Wind, 하나증권

그림 6. 동향 점검 : 3월 3주차 코크스 기업 가동률 전년 동기 추세 하회



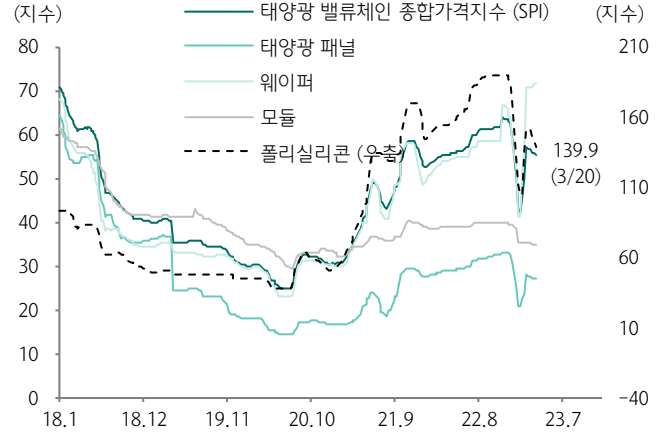
자료: Wind, 하나증권

그림 7. 동향 점검 : 3월 3주차 구리 재고 증가



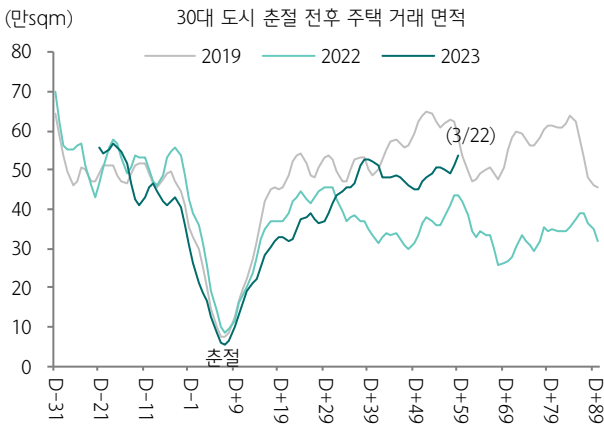
자료: Wind, 하나증권

그림 8. 동향 점검 : 태양광 SPI 지수 및 관련 지수 하락



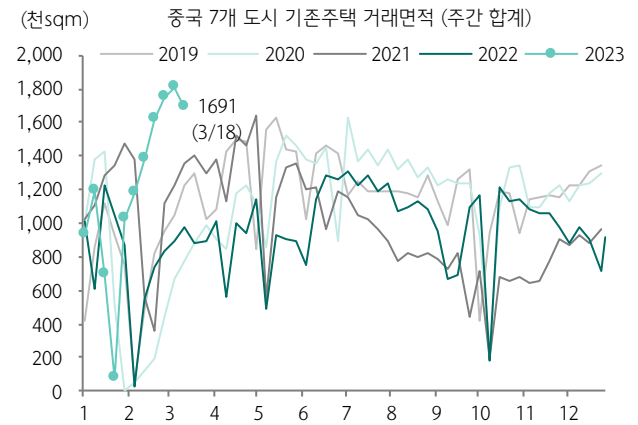
자료: Wind, 하나증권

그림 9. 동향 점검 : 30대 도시 주택 거래 면적 전년 동기 추세 상회



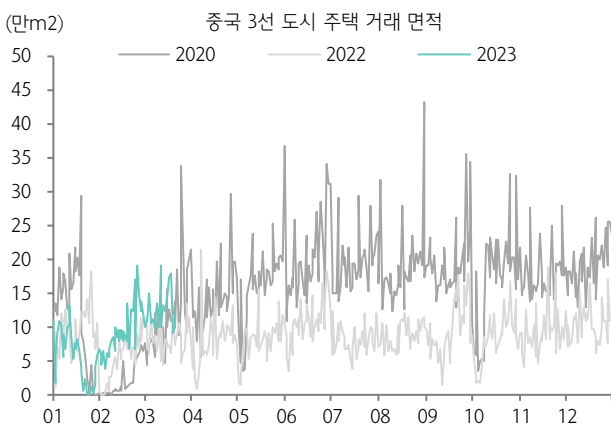
자료: Wind, 하나증권

그림 10. 동향 점검 : 7개 도시 기존주택 거래 전년 동기 추세 상회



자료: Wind, 하나증권

그림 11. 동향 점검 : 3선도시 주택 거래 전년 동기 추세 상회



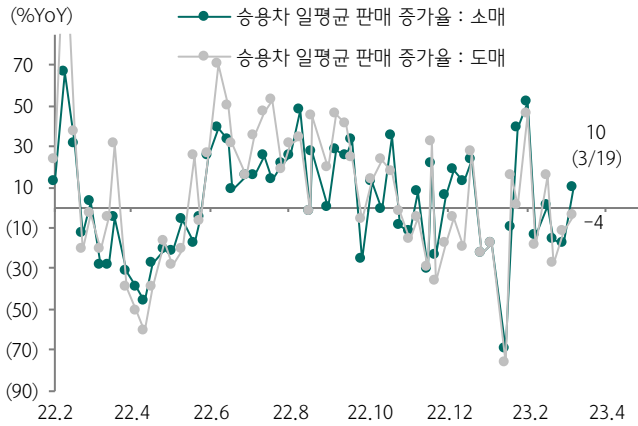
주 : 2023년 3월 22일 기준  
자료: Wind, 하나증권

그림 12. 동향 점검 : 중국 달러채 하이일드 스프레드 상승



주 : 2023년 3월 23일 기준  
자료: Wind, 하나증권

그림 13. 동향 점검 : 승용차 일평균 판매 증가



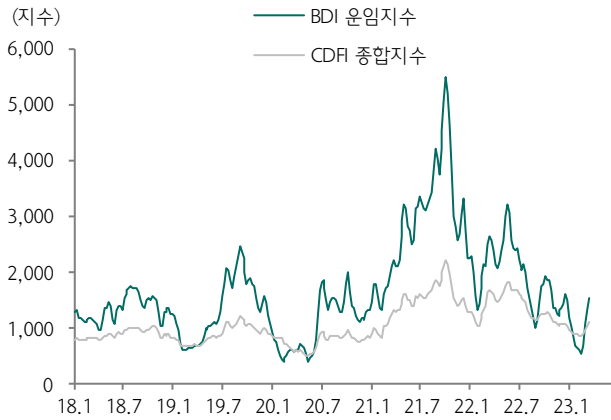
자료: Wind, 하나증권

그림 14. 동향 점검 : 중국 생돈 평균 가격 하락



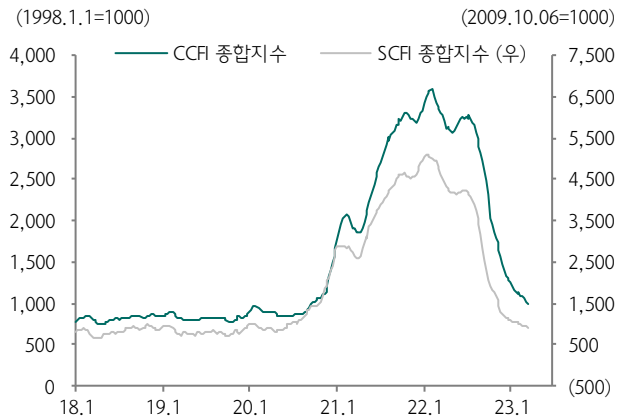
자료: Wind, 하나증권

그림 15. 동향 점검 : 수입 관련 운임지수 상승



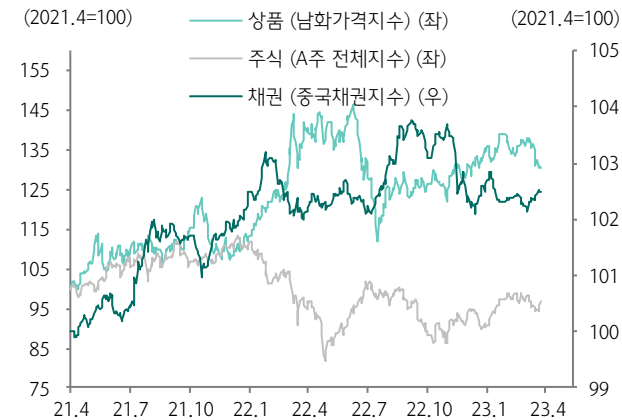
주 : 2023년 3월 18일 기준  
자료: Wind, 하나증권

그림 16. 동향 점검 : 중국 컨테이너 운임지수 하락



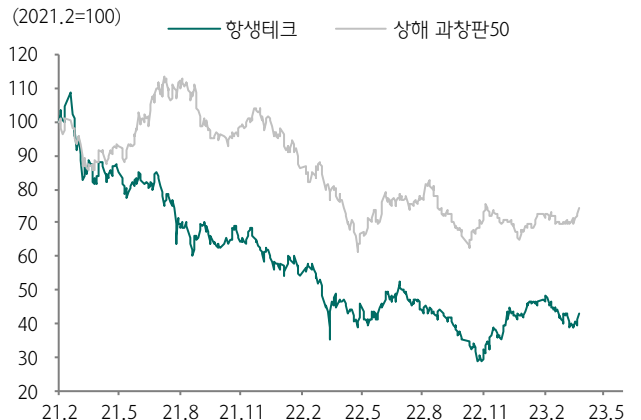
주 : 2023년 3월 17일 기준  
자료: Wind, 하나증권

그림 17 동향 점검 : 주식 상승, 채권가격 상승, 상품가격 하락



주 : 2023년 3월 23일 기준  
자료: Wind, 하나증권

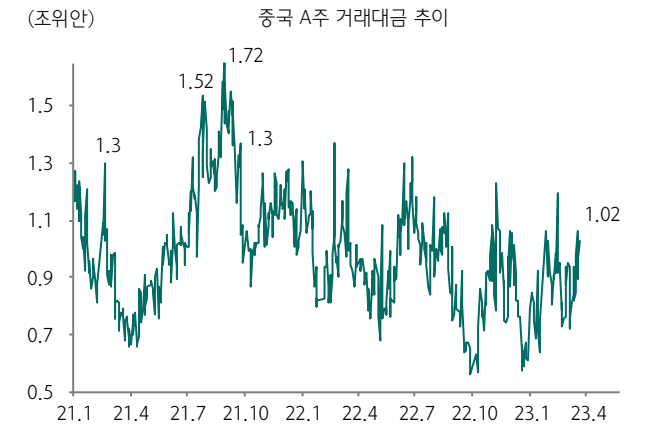
그림 18. 동향점검 : 본토 성장지수와 홍콩 소비/빅테크 간극 확대



주 : 2023년 3월 23일 기준  
자료: Wind, 하나증권

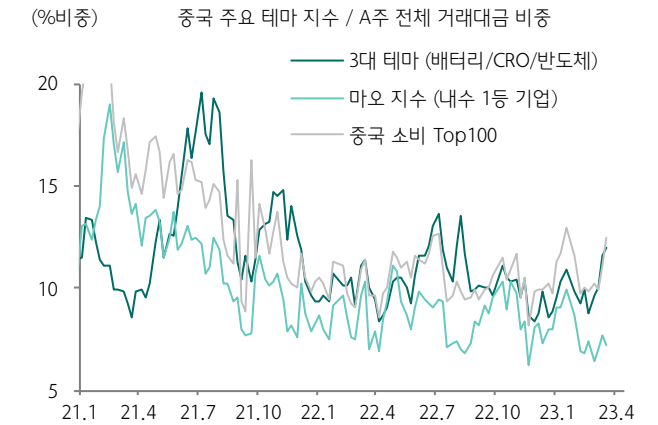


그림 19. 동향 점검 : 본토 거래대금 1조위안 상회



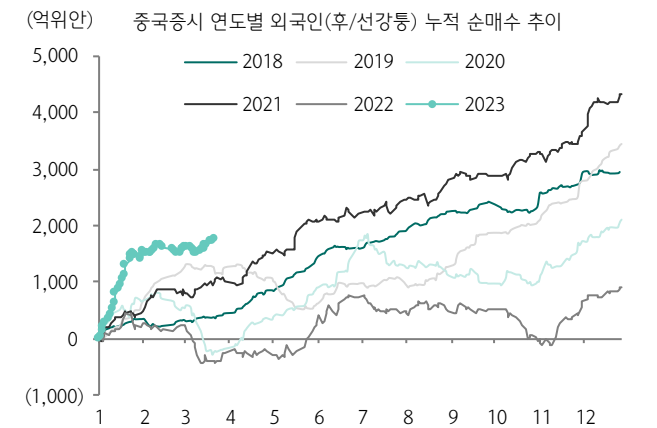
주 : 2023년 3월 23일 기준  
자료: Wind, 하나증권

그림 20. 동향 점검 : 3대 성장주 테마 수급 집중도 상승



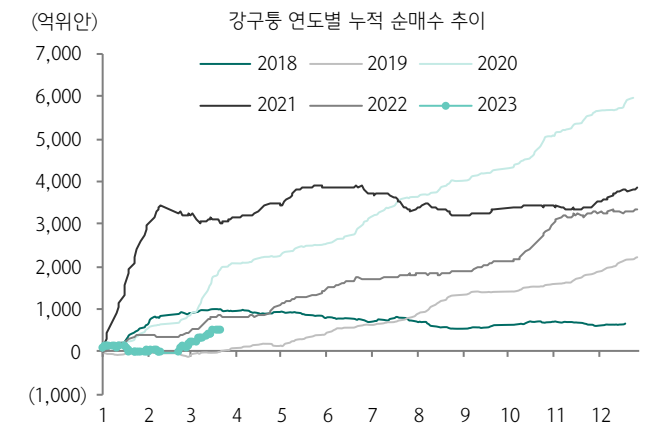
주 : 2023년 3월 24일 기준  
자료: Wind, 하나증권

그림 21. 동향 점검 : 중국중시 외국인 순매수 규모 증가



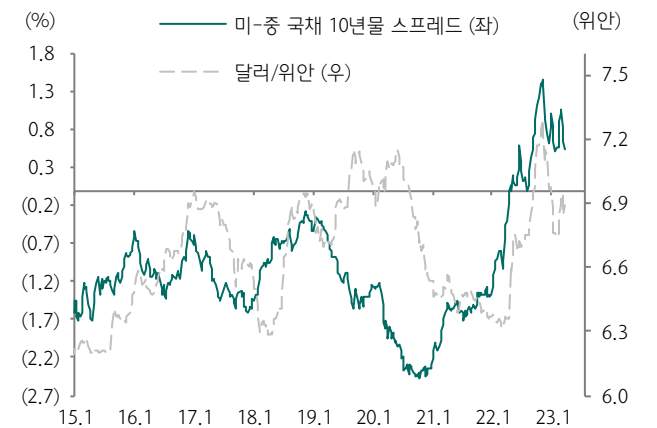
주 : 2023년 3월 23일 기준  
자료: Wind, 하나증권

그림 22. 동향 점검 : 강구통 자금 순매수 지속



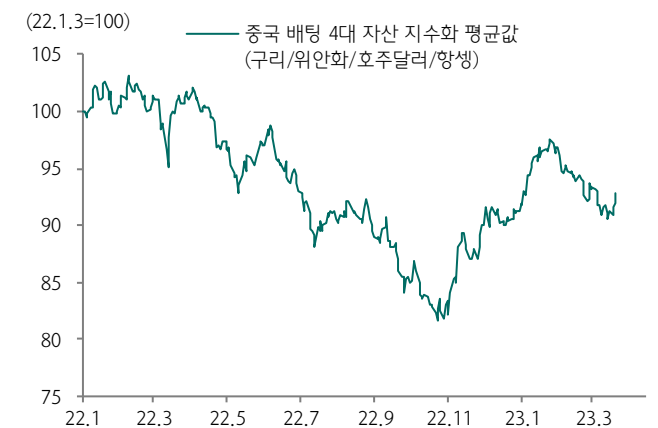
주 : 2023년 3월 23일 기준  
자료: Wind, 하나증권

그림 23. 동향 점검 : 국채 10년물 스프레드 다시 축소



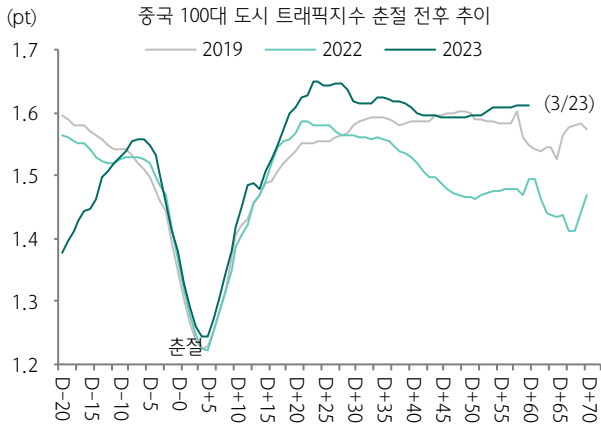
주 : 2023년 3월 18일 기준  
자료: Wind, 하나증권

그림 24. 동향 점검 : 중국 배팅 4대 자산군 추이 상승



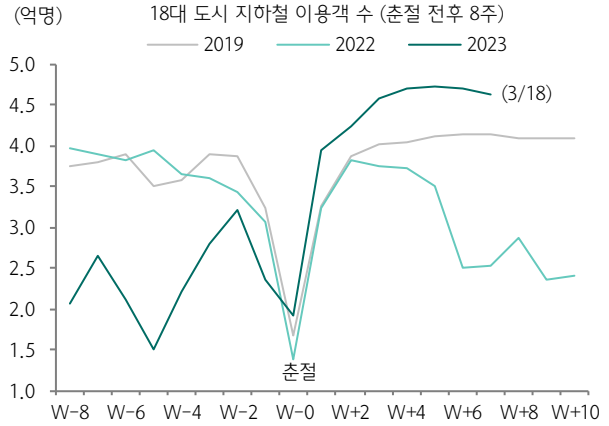
자료: Wind, 하나증권

그림 25. 동향 점검: 100대 도시 도로혼잡지수 전년 동기 추세 상회



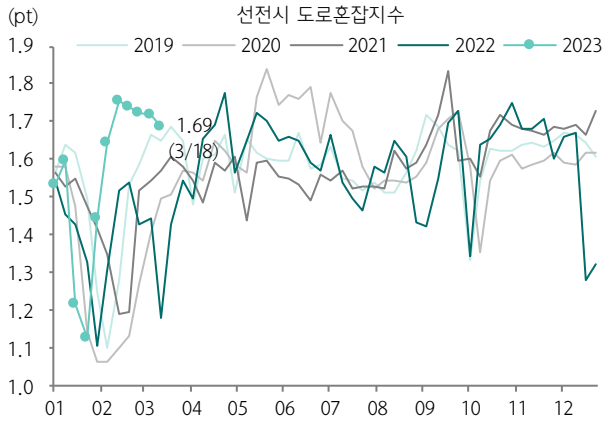
자료: Wind, 하나증권

그림 26. 동향 점검: 18대 도시 지하철 승객수 전년 동기 추세 상회



자료: Wind, 하나증권

그림 27. 동향 점검: 선전시 도로혼잡지수 추세 상회



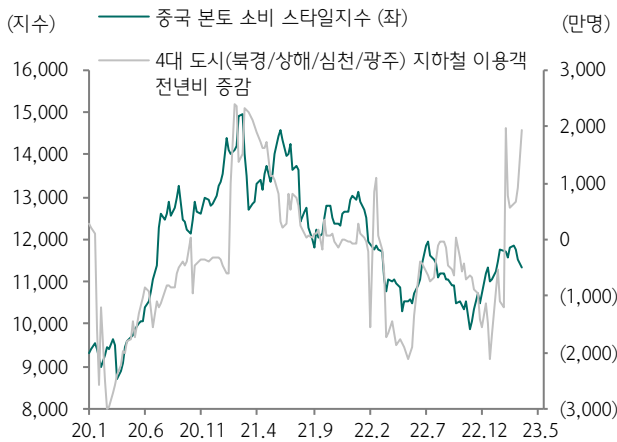
자료: Wind, 하나증권

그림 28. 동향 점검: 상하이시 도로혼잡지수 추세 상회



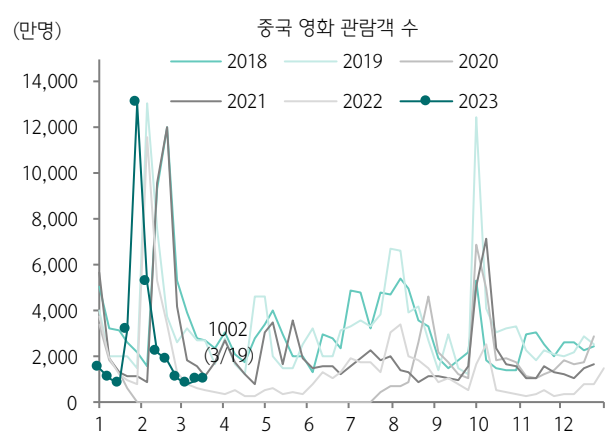
자료: Wind, 하나증권

그림 29. 동향 점검: 중국 주요 도시 지하철 이용객 전주 대비 증가



주 : 2023년 3월 18일 기준  
자료: Wind, 하나증권

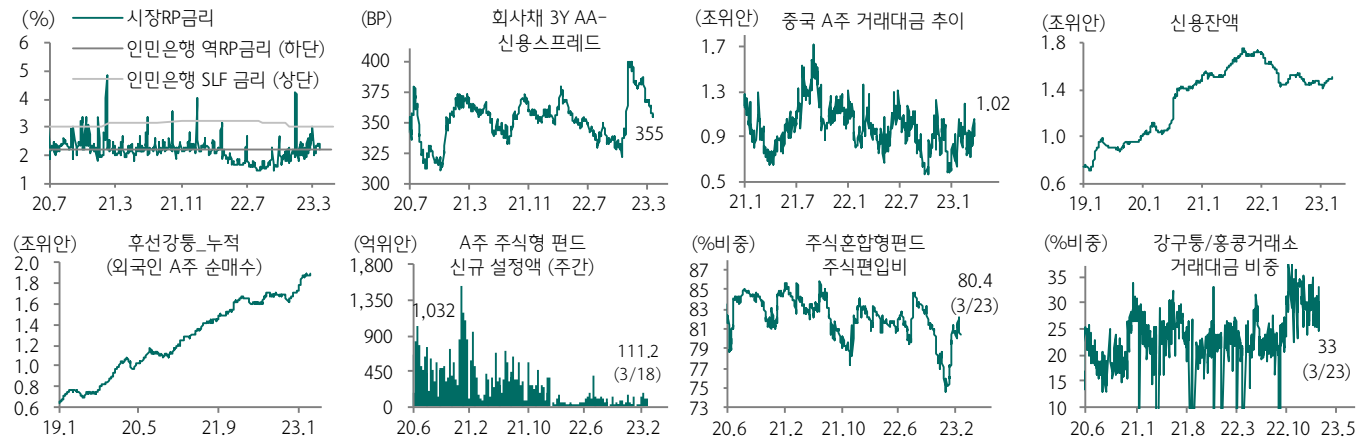
그림 30. 동향 점검: 중국 영화 관람객 수 소폭 증가



자료: Wind, 하나증권

중국증시와 상품 시장 Performance (주간)

그림 31. 중국증시 정책/유동성/수급/투자심리 모니터링 : 신용스프레드/주식편입비 감소, A주 거래대금/펀드발행/신용잔액 상승



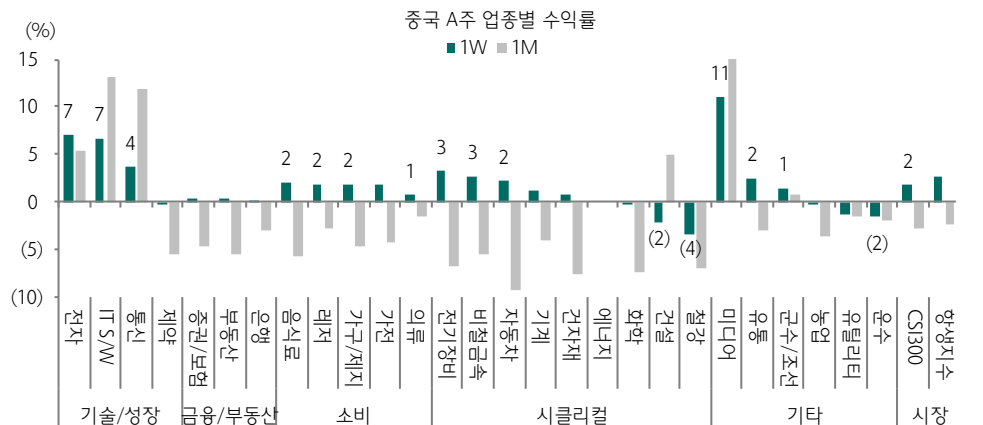
자료: Wind, CEIC, 하나증권

그림 32. 중국 A주 주요 업종 수익률

주간 CSI300지수 +1.7%

업종별로는 미디어(+11%), 전자(+7%), 통신(+4%), 전기장비(+3%), 자동차(+2%) 강세

철강(-4%), 건설(-2%), 운수(-2%) 약세

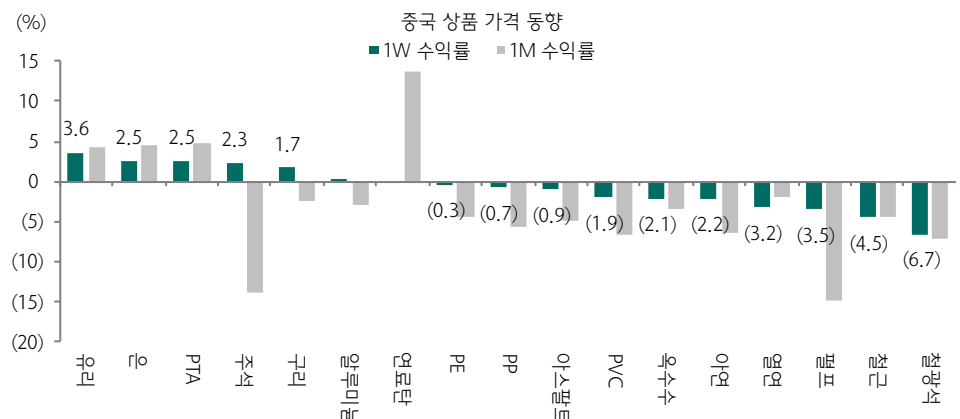


주 : 2023년 3월 24일 종가 기준, 업종은 A주 선완(申万)분류 기준, 자료 : Wind, 하나증권

그림 33. 중국 상품선물 가격 동향

상품가격은 유리, 은, PTA, 주석, 구리, 알루미늄 상승

철광석, 철근, 펄프, 열연, 아연, 옥수수, PVC, 아스팔트, PP, PE 하락



주 : 2023년 3월 24일 종가 기준, 업종은 A주 선완(申万)분류 기준, 자료 : Wind, 하나증권

중국 A주와 MSCI China 주요 업종 이익/매출 추정치 변화 (주간)

그림 34. 중국 A주 2022년 예상 순이익 변동

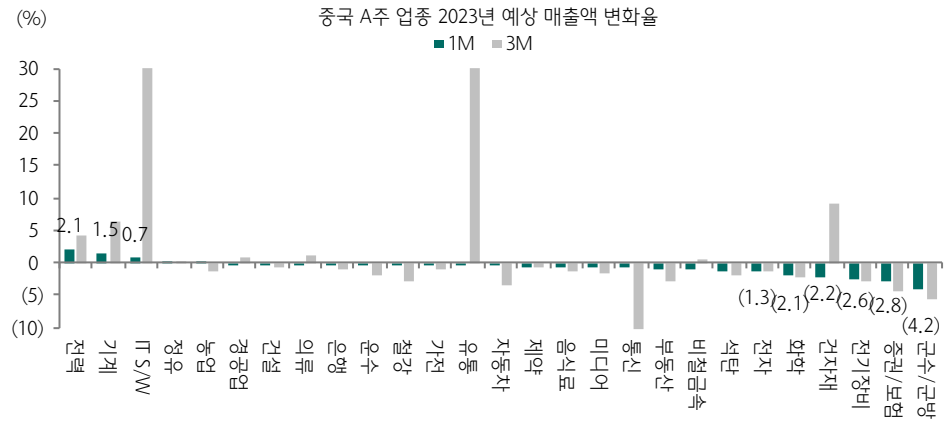
최근 1개월 순이익 전망치 상향은 석탄, 기계, 농업, 미디어 순



주 : 2023년 3월 23일 종가 기준, 업종은 A주 중신(中概) 기준. 자료 : Wind, 하나증권

그림 35. 중국 A주 2022년 예상 매출액 변동

최근 1개월 매출 전망치 상향은 전력, 기계, IT 순



주 : 2023년 3월 23일 종가 기준, 업종은 A주 중신(中概) 기준. 자료 : Wind, 하나증권

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경환)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2023년 3월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경환)는 2023년 3월 27일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

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