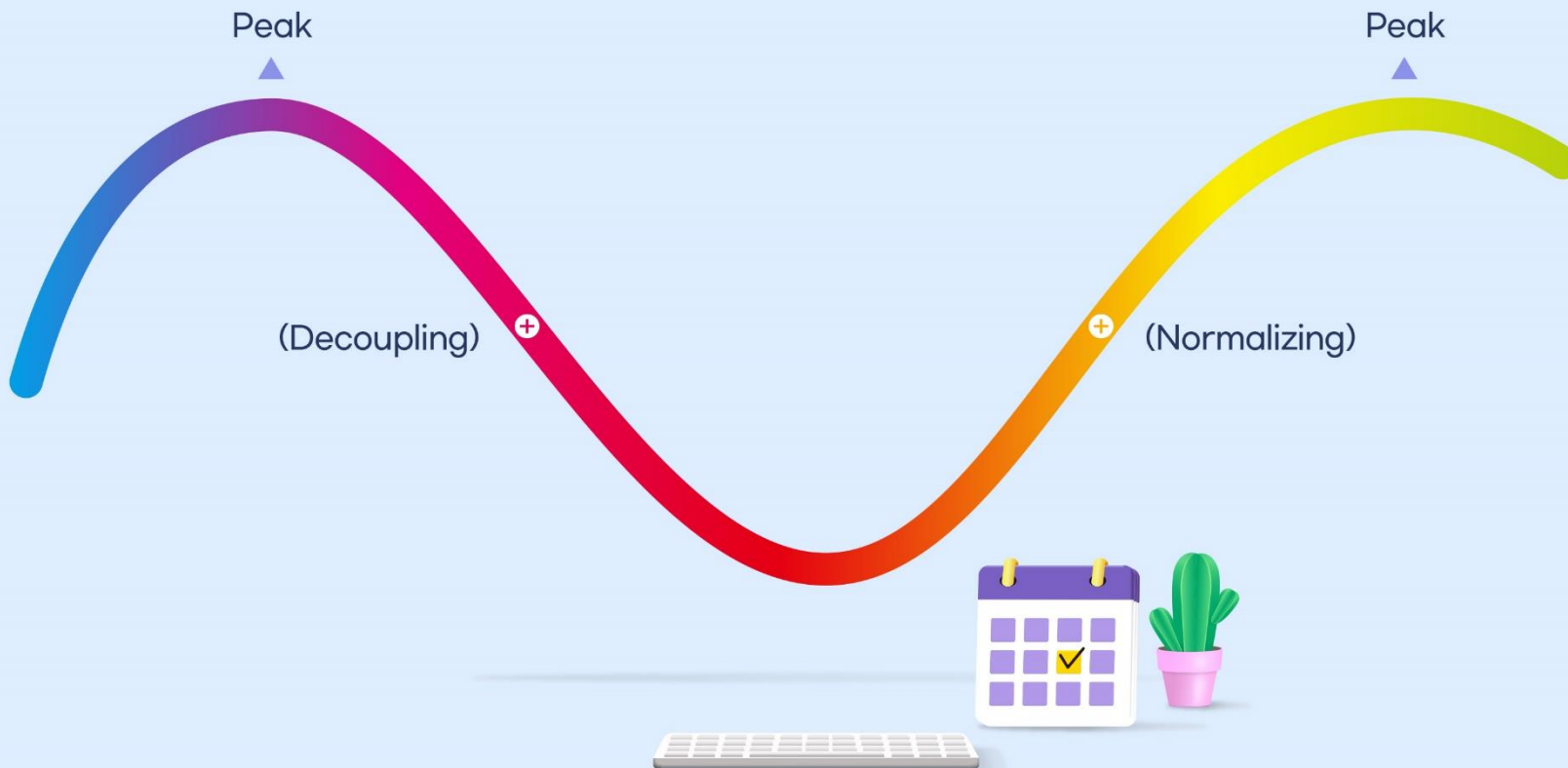


중국, 정부보다 가계와 기업을 믿자



7월 중국 주식시장 전망과 전략

중국, 정부보다 가계와 기업의 적응을 주목할 시점

하나증권 리서치센터 글로벌투자분석팀

중국/신흥국전략 김경환 khstyle11@hanafn.com

[요약] 중국, 정부보다 가계와 기업의 적응을 주목할 시점

[더블 덩 일까?] 장기적인 문제를 단기화, 단기적인 사이클 문제를 장기 불황으로 보는 시각

- 2/4분기 중국에 대한 비판론에는 중국 잠재 성장률의 하락을 유도하는 **중장기 문제(변화)의 단기화가 포함된다**. ①2016년부터 시행하는 탈(脫)부동산 정책의 파급력, ②제조업 중심의 산업 구조 전환과 서비스업 생태계 변화, ③지방정부 부채 문제, ④인구 고령화와 출생률 하락 등이다. 이는 상반기 총수요와 물가 하락, 실업률 문제 등과 결부되어 한단계 하락한 잠재 성장률의 추세 이탈 우려로 귀결. 또한, 중단기 사이클 문제를 장기 불황으로 보는 시각도 크다. 리오프닝 이후 중국 가계의 회복은 더디고, 정부 정책의 실효성은 예상을 분명히 하회했다. 또한, 제조업 역시 총수요 부진과 재고조정 압력으로 순이익이 급락하면서 하반기 비판론도 여전히 크다. 다만, 우리는 상반기 가계 소비와 기업 회복 속도가 예상을 하회한 것이지 사이클 소멸과 불황 장기화로 보지 않는다.

[N자형 경기 패턴] 장기 불황과 디플레이션 고착화 제한적, 하반기 더블 덩이 아닌 N자형 회복

- 우리는 중국 장기 불황과 디플레이션 고착화는 시기상조라고 판단. **첫째**, 우리는 현행 정책 기조가 중장기 부동산 밸류체인에 미칠 광범위한 파급력과 2024년까지 회복 탄력에 대한 불확실성에 동의한다. 다만, 부동산 성장기여도는 이미 5년간 추세적으로 축소, 현재 방어적인 정책 기조가 유지되어도 경기 감속 요인은 제한된다. 부동산 관련 성장기여율은 상반기 역대 평균 9%대까지 상승했다. 2024년까지 공급(준공)과 부분적인 수요 촉진 정책 유지될 가능성 높다. **둘째**, 후행적인 고용 불황이 하반기 서비스업(비중 40%)부터 점차 해소될 전망이다. 대표 문제로 제시되는 통계국의 청년 실업률(16-24세) 급등에 경우 같은 통계상의 전체 실업률 하락과 가처분 소득과의 역의 관계도 동시에 주목할 시점이다. **셋째**, 우리는 6월부터 가격 상승 신호를 확인하고 있으며 하반기 물가 상승을 예상된다. 금번 사이클은 중국 물가의 장기 하락 조건인 해외 시스템 위험(수출=PPI), 내부 공급과잉(2012-2015년)과 차이가 있다.
- **2023년 중국 경기는 '더블 덩'이 아닌 비대칭 N자형 회복 패턴을 전망한다**. 우리는 팬데믹 3년간 반복한 '미니 리오프닝 패턴'(보복-둔화-반등/정상화)이 2023년에도 유효하다고 판단한다. 실제 경기를 반영하는 2년 평균 성장률 2/4분기 3%대 저점 확인, 하반기 4%중반대로 회복세를 유지할 전망이다. 하반기 정부 정책 프레임과 공급 측면의 변화에 적응한 가계(소비)와 기업(이익/재고)이 2년 사이클 저점에서 자생적인 회복을 시작할 것이다. 경기 부양책은 집행될 것이나 집권 3기 성장 눈높이와 체질 개선 방향성 감안할 때 경기에 플러스 알파로 인식해야 한다. 하반기 회복의 핵심은 수요이며 정책과 공급은 보조역할이다.

[요약] 중국, 정부보다 가계와 기업의 적응을 주목할 시점

[하반기 적응과 회복] ①가계 소비, ②기업 재고 사이클, ③정부 부양책, ④가격 신호 회복 시작

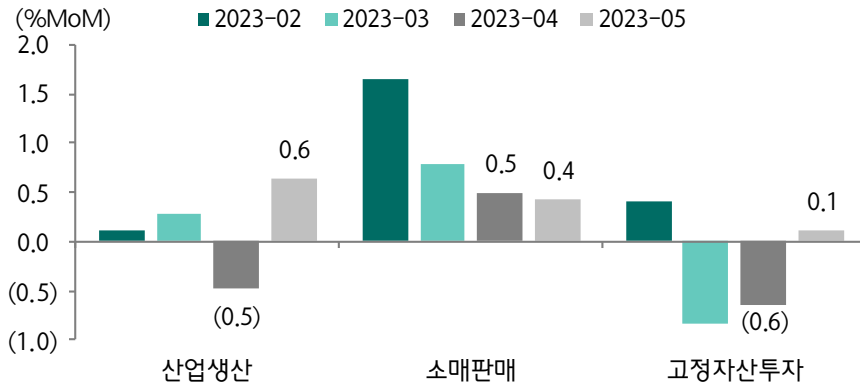
- 우리는 하반기 중국 N자형 회복의 동력으로 ①가계 소비 회복, ②기업 적응과 대응(PPI와 재고사이클), ③3/4분기 경기 부양책은 플러스 알파, ④가격 신호의 회복 시작을 제시한다. **첫째**, 인민은행 가계 서베이에서 2/4분기 가계 소비 의향 상승, 저축 의향 중단이 확인되었다. 상반기 2-3%대에 그친 재화 소비는 하반기 4%대 반등이 예상된다. 주목할 포인트는 ①서비스업 임금/물가 상승을 통한 소프트 소비재 소비 회복, ②상반기 준공/입주 지표 반등과 내구재(6개월 시차), ③소비 패턴 변화(외식/여행/온라인/전기차)이다. **둘째**, 기업의 재고조정 사이클은 3/4분기 종료 임박, 선행지표인 PPI와 기업이익은 6-7월 저점 확인 이후 하반기 완만한 반등이 시작될 전망이다. 중국 제조업은 상반기 변화에 적극적인 감산, 재고조정 및 가격인하로 대응했고 하반기 자생적인 회복 사이클 조건을 구축했다. 금번 재고조정 사이클 15개월간 진행, 재고 증가율은 4-5월에만 5.9%p 급락하며 경험적인 하단인 0%대에 근접했다.
- 셋째**, 우리는 7월말 정치국회의까지 패키지성 부양책이 꾸준히 발표될 것으로 전망한다. 다만, 정책 강도는 경기 V자 회복을 유도하기 어렵고, 하반기 가계와 기업의 완만한 회복을 지지하는 수준이다. 향후 정책은 ①지준율 인하와 재대출 집행, ②지방 특수채 발행 가속화와 국책은행 특별 대출(2022년 1.4조위안), ③제조업 대출 지원과 감세, ④전기차와 인프라 확충 지원, ⑤1-2선 도시 적용 대출금리와 한도 조정(9월), ⑥디벨로퍼 준공 지원 및 지방 맞춤형 규제 완화 유지, ⑦민영기업 장려 위한 법령 개정 등이 기대된다. **넷째**, 하반기 물가, 임금, 상품가격, 공급 차질 변수 관련 작은 신호에 더 민감해질 것이다. 3/4분기 상승 우위 환경이 조성되고 있다.

[전략] 중국 시클리컬과 소비재의 반격과 반도체 주목. 중화권 중시 비중확대 의견 유지

- 3/4분기 턴어라운드 분야를 계속 주목한다. ①업종 이익 후방(에너지/소재)에서 전방 제조업(산업재/소비재)으로 계속 이전, ②3/4분기 가격과 이익 턴어라운드 소비재(가전/스마트폰/전기차/전자상거래), ③수급 타이트한 시클리컬(화학/철강/기계/부동산), ④알파와 베타가 기대되는 반도체를 주목한다. 3/4분기 미중 관계와 제재 이슈, 대만 총통 선거 영향, 수출경기 업사이드 여부도 평가했다.
- 한편, 하반기 중국 명목GDP 성장률(물가) 반등과 이익 모멘텀 회복은 비관론이 커진 중국 자산 메리트를 점차 부각시킬 것이다. 우리는 3/4분기 주요 벤치마크 지수 선호도를 '항셱H > MSCI China > 상해 과창50 > CSI300지수' 순으로 제시한다. (상세 내용 본문 참고)

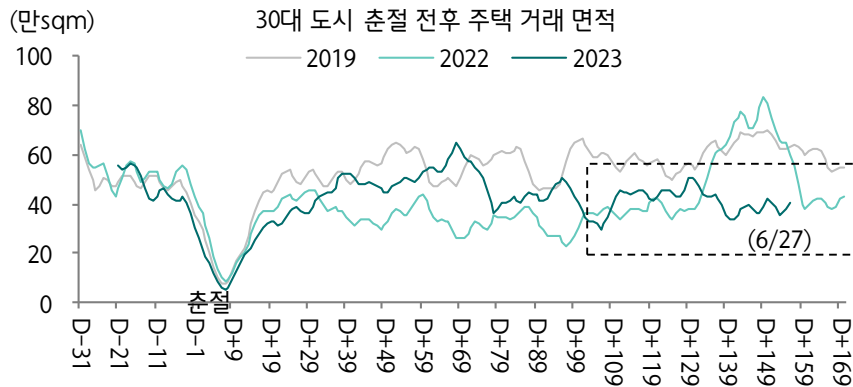
[더블딥 일까?] 2/4분기 내수 회복 탄력과 가격 신호 빠르게 약화

중국 생산, 소매판매, 고정자산투자 전월비 상승률 추이 (2-5월)



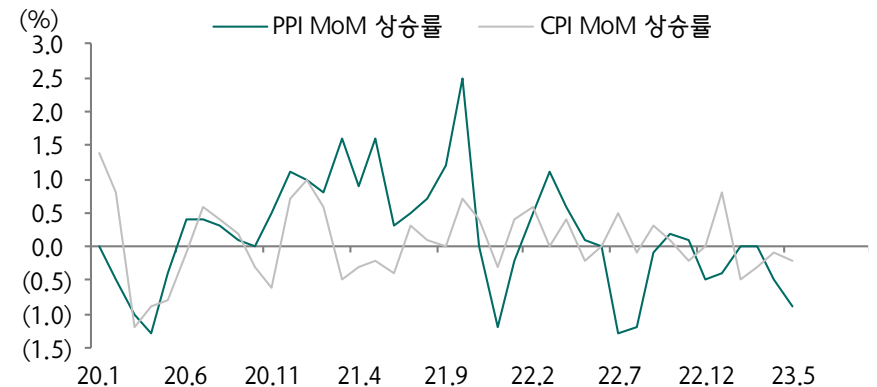
- 중국 경기는 리오프닝 전반부인 1/4분기 공급(대출/생산/물류)과 서비스업의 보복성 반등 이후 2/4분기부터 내수 회복 탄력과 가격 신호가 빠르게 약화
- 중국 3-5월 CPI와 PPI의 전월비 상승률이 예상을 하회
- 부동산 경기의 바로미터인 주택거래는 1/4분기 강한 반등 이후 4월부터 2022년 추세에 근접, 5월 이후에는 추세를 하회

30대 도시 춘절 이후 주택거래 면적 추이 (2019년, 2022년, 2023년 비교)



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

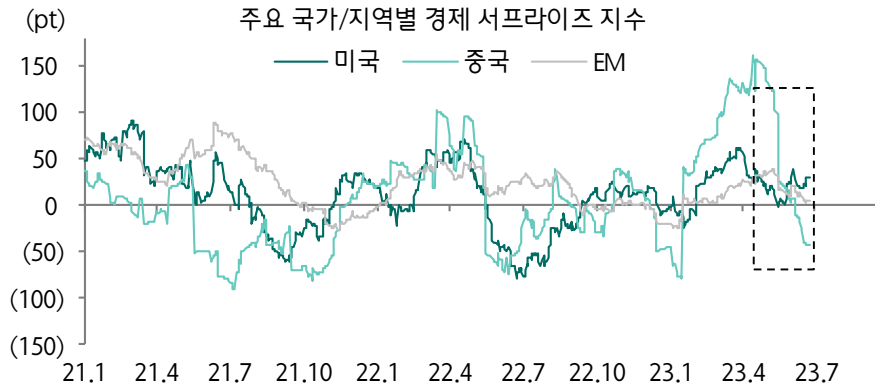
중국 CPI와 PPI 전월비 상승률 추이 : 리오프닝 이후 시장 예상 빈번하게 하회



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

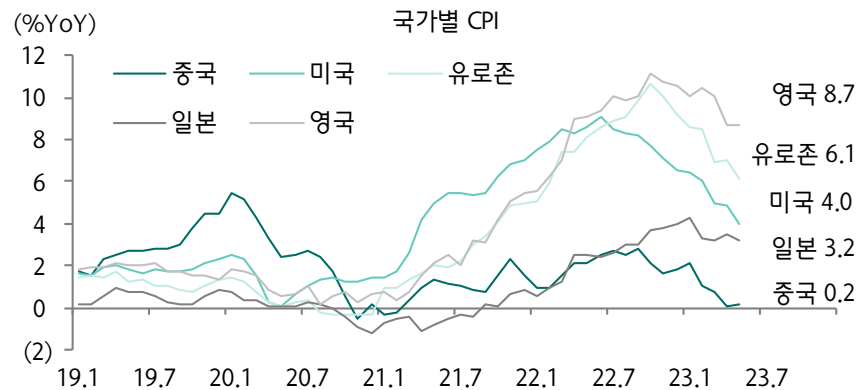
[더블딥 일까?] 금융시장의 중국 회복과 정책 기대감 리오프닝 이후 최저

미국, 중국, 신흥국 Citi 경제 서프라이즈 지수 : 2/4분기 중국 지수 급락



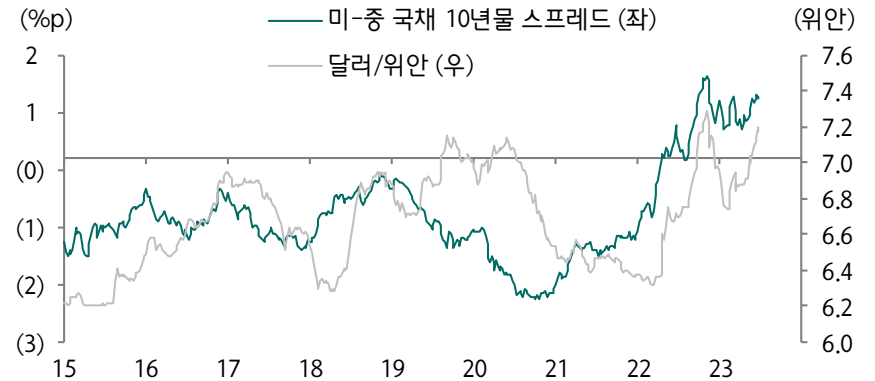
- 4월 이후 경기 회복과 정책 신뢰도 시장 예상을 대폭 하회
- 4-5월 중국 장기금리, 위안화 가치, 중시, 상품가격 동반 급락
- 특히, 금융시장 핵심 축인 국채 10년물 금리는 3월 2.9% 고점에서 5월 2.6%대까지 예상보다 빠르게 급락. 미중 금리차 고공행진과 경기 둔화로 환율 방어력 약화, 5월 이후 달러/위안 환율 7위안 돌파하며 2개월간 누적 4.9% 평가절하
- 6월 이후 정부 패키지형 부양책 기대감 고조되었으나 실행 강도와 속도에 대한 불확실성 다시 커지며 변동성 확대

주요 선진국과 중국 CPI 전년비 상승률 추이 : 일본과 중국의 상반된 흐름



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

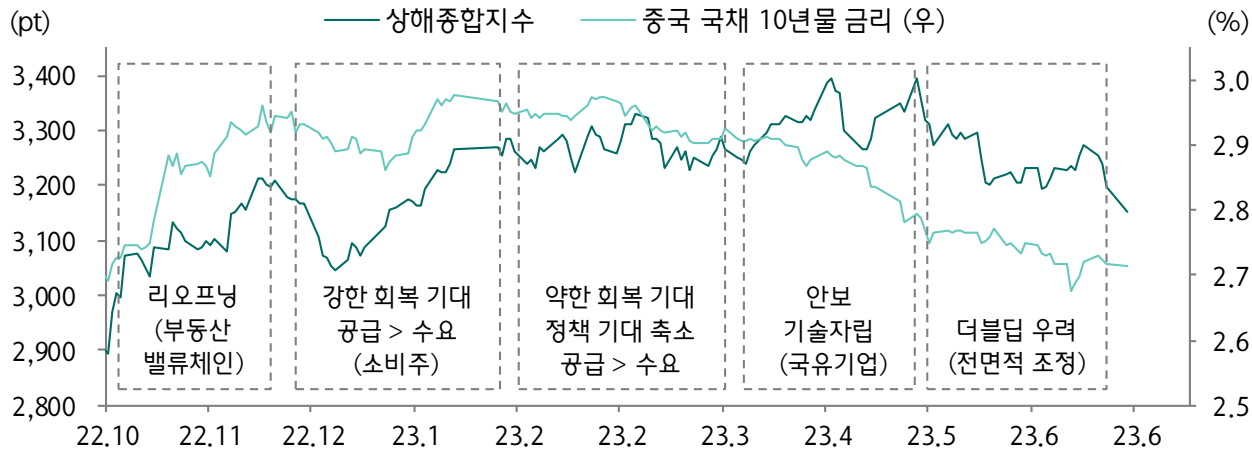
미중 금리 스프레드와 달러/위안 환율 : 금리차 100bp 상회, 위안화 7위안 돌파



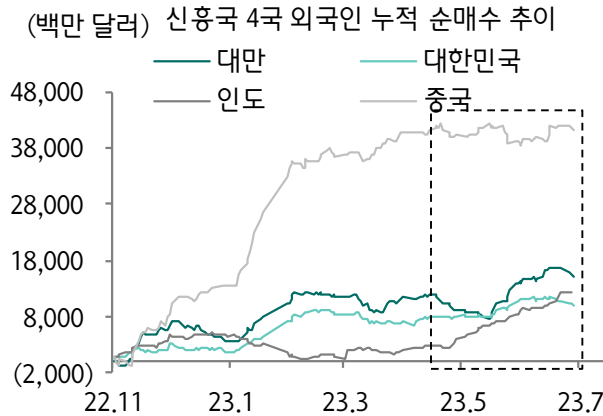
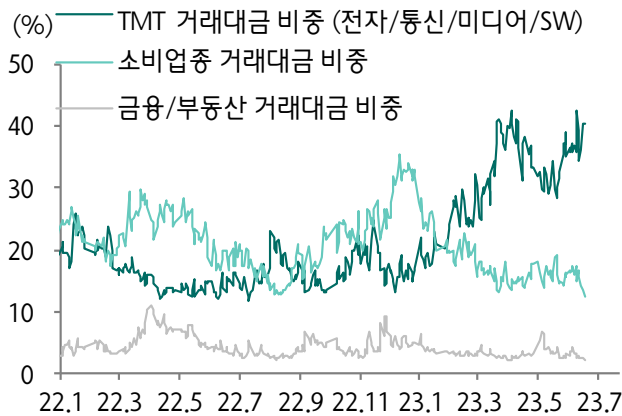
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[더블딥 일까?] 중국 증시는 2/4분기 '더블 딥' 우려를 반영

상해종합지수와 국채 10년물 금리 추이 (위), 중국증시 업종별 거래대금 추이, 신흥국 4국 외국인 누적 순매수



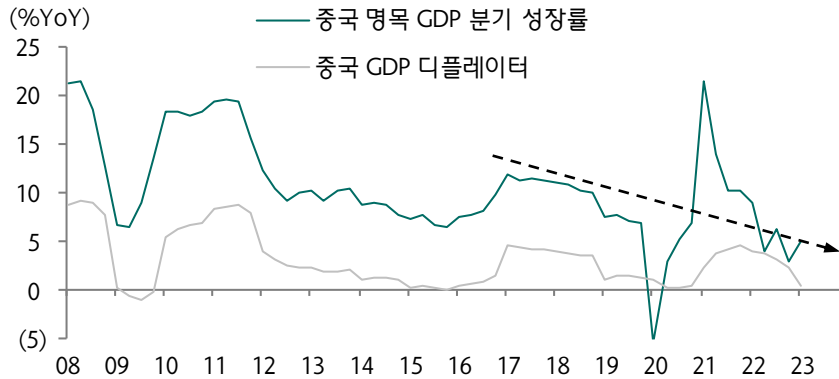
- 중국 증시는 경기와 장기금리 하락과 함께 3월 전인대 이후 정책 우선 순위 변화를 감지하고 안보, 기술자립, 국유경제 테마주 집중. 5월 이후는 더블딥 우려로 전면적인 하락세
- 중국 증시 외국인은 4월-5월 순매도 전환, 액티브와 페시브 배팅 동반 축소. 신흥국 내에서 인도, 대만, 한국 순매수 기조에서 소외



주: 본토 A주 시장 중신증권 업종 분류 기준.
자료: Wind, 하나증권

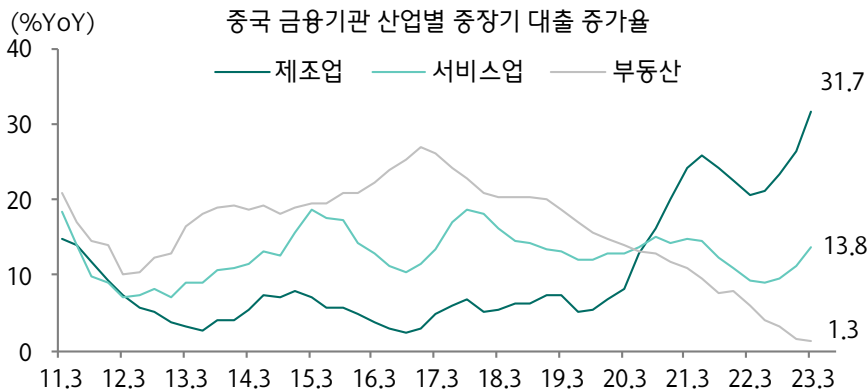
[더블딥 일까?] 장기적인 문제(변화)를 단기화시키는 시각

중국 명목 GDP 분기 성장률과 GDP 디플레이터 : 잠재 성장률 계단식 하락



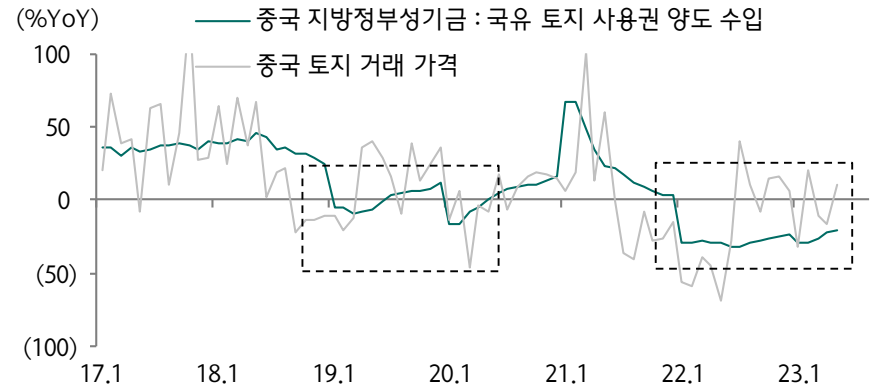
- 2/4분기 중국에 대한 비판론에는 구조적으로 중국 잠재 성장률의 하락을 유도하는 중장기 문제(변화)의 단기화도 포함
- 대표적으로 ①2016년부터 시행하는 탈(脫)부동산 정책(지방 정부-디벨로퍼-가계)의 장기적인 파급력, ②제조업 중심의 산업 구조 전환과 서비스업 생태계 변화, ③지방정부 부채 문제(LGFV)와 정부 투자 실효성 문제, ④인구 고령화와 출생률 등
- 이는 리오프닝 이후 총수요와 물가 하락, 실업률 문제 등과 결부되어 한단계 하락한 잠재 성장률의 추세 이탈 우려로 귀결

중국 산업별 중장기 대출 증가율 : 팬데믹 이후 제조업과 기타 산업 양극화



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

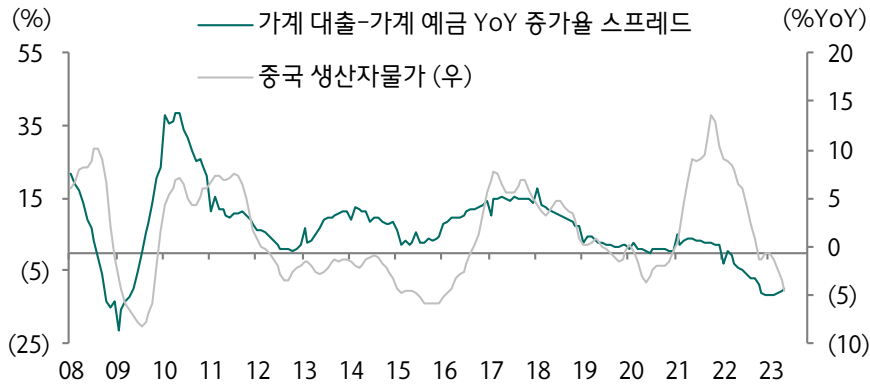
중국 지방정부 토지재정 수입 증가율 추이 : 2016년 이후 증가율 계단식 하락



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

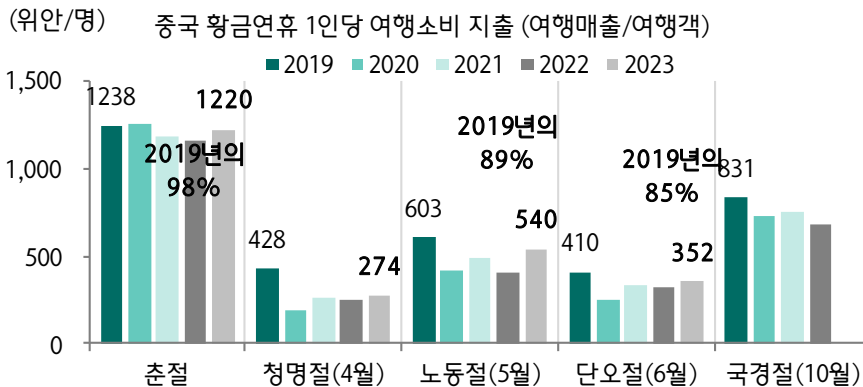
[더블딥 일까?] 단기적인 사이클 문제를 장기 불황으로 보는 시각

가계 대출/예금 증가율 차와 PPI 상승률 추이 : 상반기 회복 속도 예상 하회



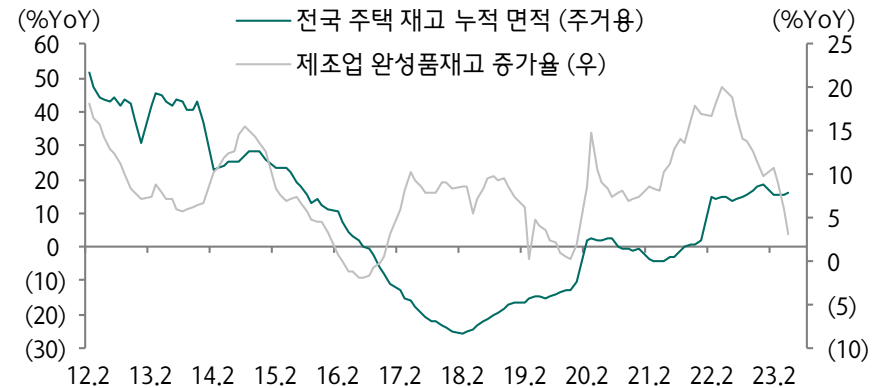
- 리오프닝 이후 중국 가계의 ‘고용-임금-소득-자산효과-심리-소비’의 선순환 회복이 더디고, 정부 정책의 실효성은 예상을 하회. 상반기 가계 레버리지와 소비 회복 눈높이 하향
- 제조업 역시 서비스 회복 대비 크게 부진. 총수요 부진과 재고 조정 압력, 정부 가격 완충 부재로 인해 순이익, 마진을 급락. 제조업과 마찬가지로 부동산 역시 신규착공 축소와 조정 유지
- 우리는 가계 소비와 기업 재고 사이클 회복 속도가 예상을 하회하고 있지만, 사이클 소멸과 불황 장기화로 보지는 않음

중국 황금 연휴 1인당 여행소비 지출 (2019년~2023년) : 회복세 기대 이하



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

중국 제조업 재고 증가율과 주택 재고 증가율 추이 : 신규착공 축소와 재고조정



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

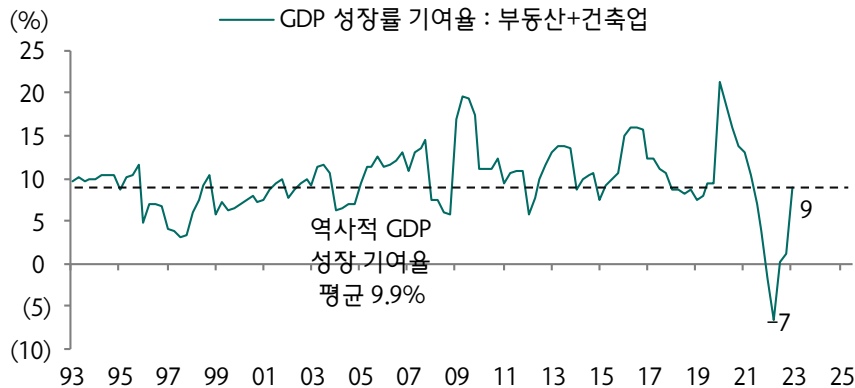
[N자형 경기 패턴] 장기 불황과 디플레이션 제한적 ① 부동산 이슈

중국 부동산 밸류체인 성장 기여도와 부동산 대출 증가율 추이



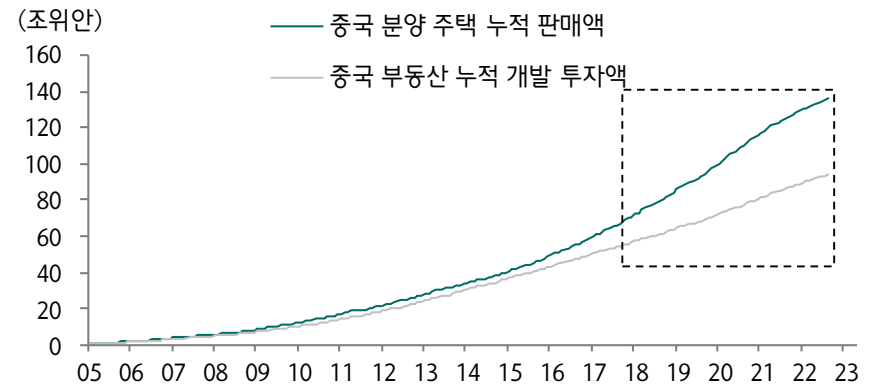
- 우리는 현행 정책 기조가 중장기 부동산 밸류체인(금융/지방 정부/가계/건설업/원자재)에 미칠 파급력과 2024년까지 부동산 경기 회복 탄력에 대한 불확실성에 동의
- 다만, 부동산 성장기여도는 이미 5년간 추세적으로 축소, 현재 방어적인 정책 기조를 유지해도 경기 감속 요인은 제한. 부동산과 건축업 성장기여율은 2022년 -7% 최초 역성장에서 상반기 역대 평균 9%대까지 상승. 2024년까지 공급(준공)과 부분적인 수요 촉진 정책 유지될 가능성 높아 경착륙 제한적

중국 부동산 밸류체인 성장 기여율 추이 : 2023년 상반기 평균 수준 회복



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

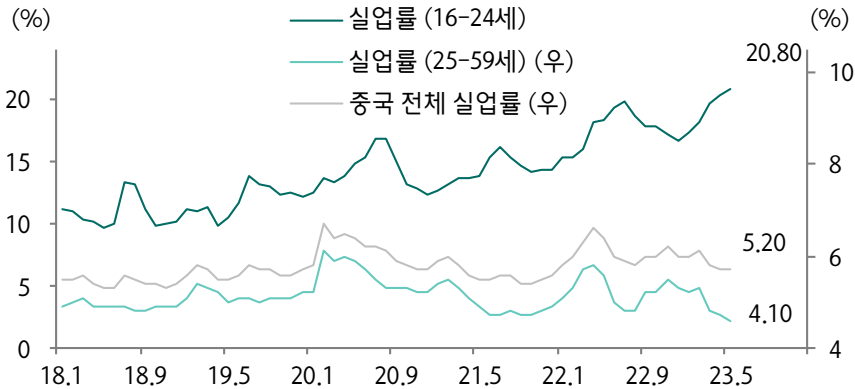
중국 정부는 2024년까지 공급(준공) 안정과 제한적인 수요 촉진 정책 유지 예상



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

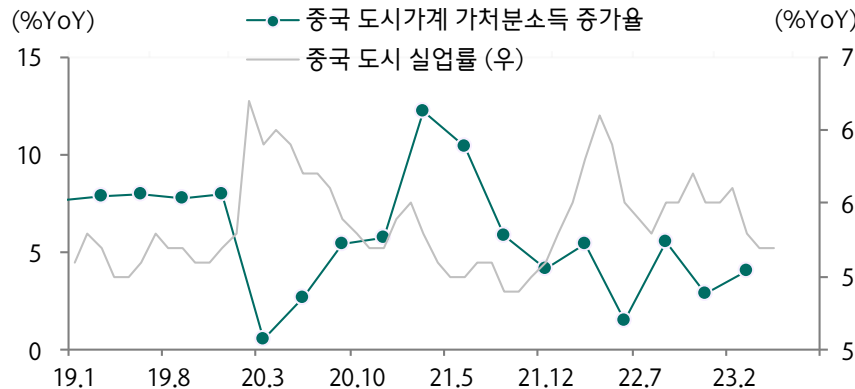
[N자형 경기 패턴] 장기 불황과 디플레이션 제한적 ② 실업률 이슈

중국 전체, 16-24세, 25-59세 실업률 추이 : 전체 실업률은 완만한 하락세



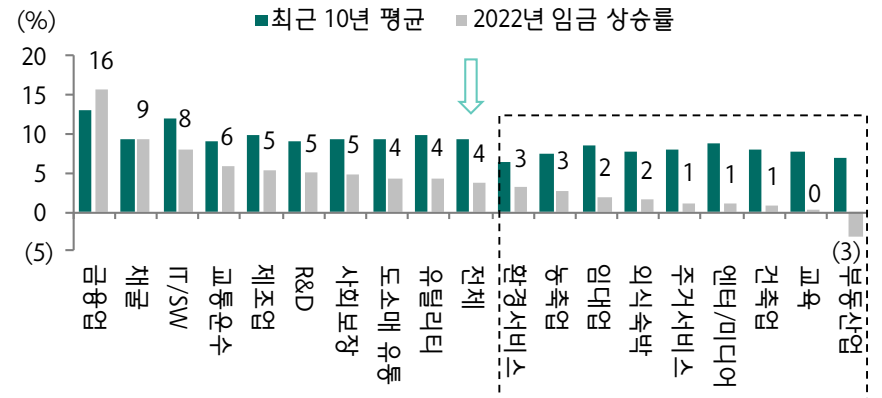
- 우리는 5월 중국 탐방을 통해 2022년 고용/소득 약화와 리오프닝 이후 체감적인 고용 불황, 청년 실업 문제 등을 확인
- 다만, 경기와 규제 후행적인 고용 불황이 하반기 서비스업(고용 비중 40%)부터 점진적인 회복 가능성에 무게
- 최근 중국 대표 문제로 제시되는 통계국의 청년 실업률(16-24세) 급등에 경우 같은 통계상의 전체 실업률 하락 역시 동시에 주목할 시점. 통계국 실업률은 가계 가처분 소득과 뚜렷한 역의 상관관계, 상반기 저점 반등 이후 하반기 완만한 상승 전망

중국 도시 실업률과 가처분 소득 증가율은 뚜렷한 역의 상관관계



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

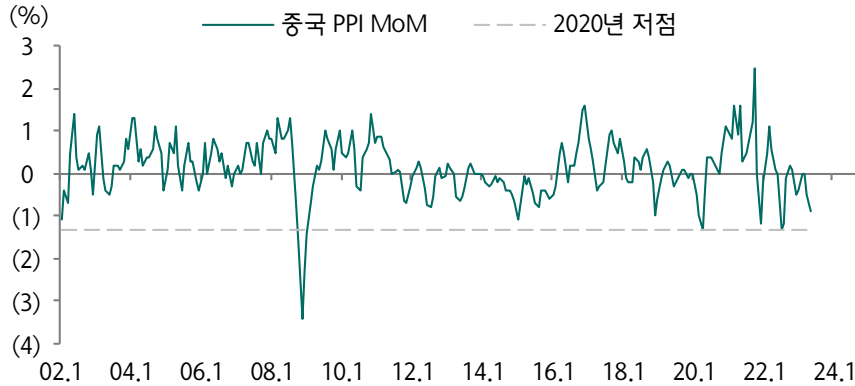
중국 민영기업 임금 상승률 (10년 평균 vs 2022년) : 하반기 서비스업 정상화 전망



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

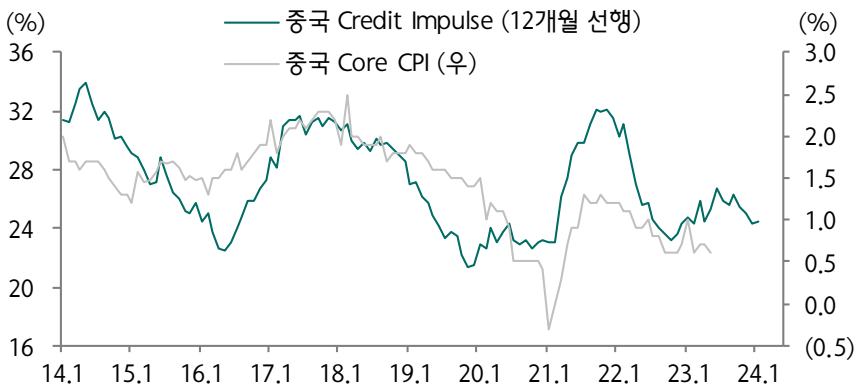
[N자형 경기 패턴] 장기 불황과 디플레이션 제한적 ③ 물가 이슈

2002년 이후 중국 PPI 전월비 상승률 추이 : 역대 하한선 사수 예상



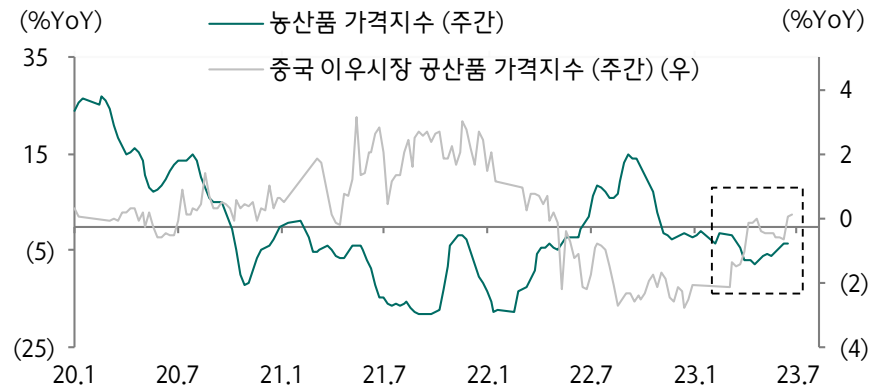
- 리오프닝 이후 중국 물가는 공급과 수요 회복 시차와 불균형, 2022년 이후 공산품 과잉으로 예상을 크게 하회.
- 다만, 금번 사이클은 과거 중국 물가의 장기 하락 조건인 해외 시스템 위험 발생(수출=PPI), 혹은 내부 공급과잉(2012-2015년) 상황과 차이가 있음. 소비와 재고 사이클의 완만한 회복세에 따라 하반기 물가 상승에 무게. 실제로 최악의 조건인 2/4분기 CPI와 PPI 전월비 상승률은 역대 하한선을 사수, 6월부터 가격 상승 신호 확인. 하반기 디플레이션 우려 탈피 예상

중국 Credit Impulse는 Core CPI를 약 9-12개월 선행 : 3/4분기 반등 전망



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

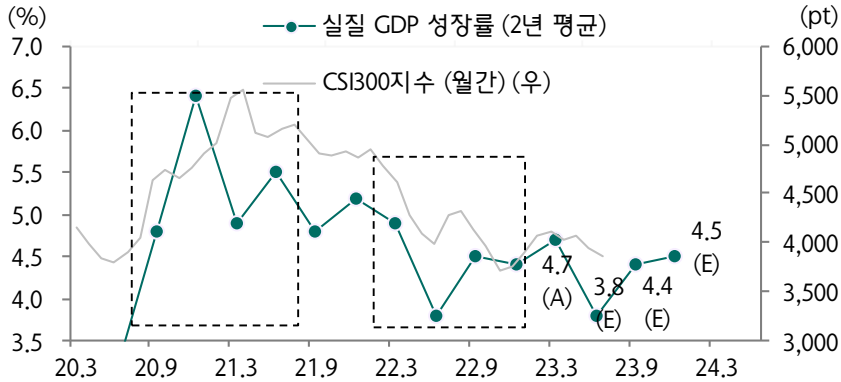
중국 주간 농산물 가격과 공산품 가격 지수 추이 : 5월부터 완만한 반등 시작



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

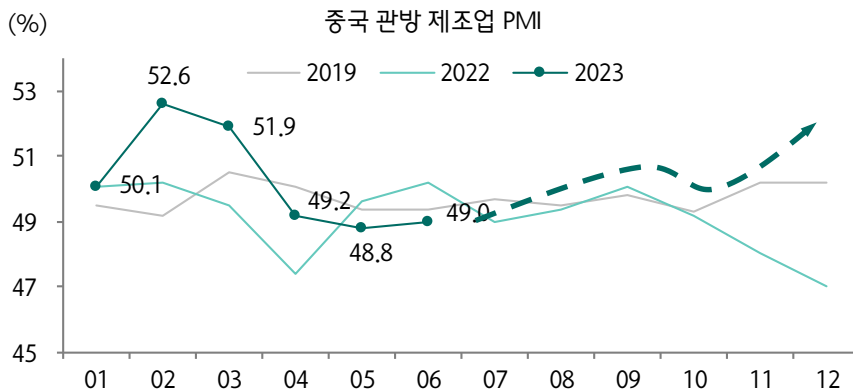
[N자형 경기 패턴] 2023년 중국 경기는 더블 딥이 아닌 N자형 회복 패턴

중국 실질GDP 2년 평균 성장률과 CSI300지수 추이 : N자형 회복 패턴 예상



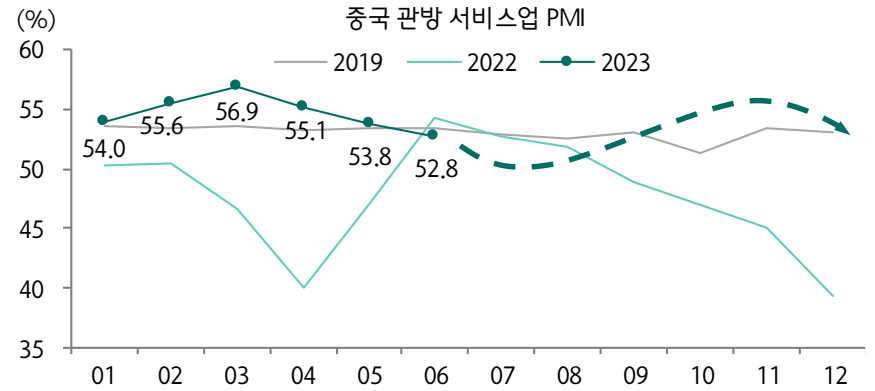
- 2023년 중국 경기는 ‘더블 딥’이 아닌 비대칭 N자형 회복 패턴을 전망. 우리는 팬데믹 3년간 반복한 ‘미니 리오프닝 패턴’(보복-둔화-반등/정상화)이 2023년에도 유효하다고 판단, 침체 연장과 디플레이션 고착화 제한적. 실제 경기를 반영하는 2년 평균 성장률 2/4분기 3%대 저점 확인, 하반기 4%중반 전망
- 하반기 정부 정책 프레임과 공급 측면의 변화에 적응한 가계(소비)와 기업(이익/재고)이 2년 사이클 저점에서 자생적인 회복을 시작할 것. 경기 부양책은 집행될 것이나 집권 3기 성장 눈높이와 체질 개선 방향성 감안할 때 플러스 알파로 인식

중국 관방 제조업 PMI 월별 추이 (2019-2023년) : 6월 전월비 저점 확인



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

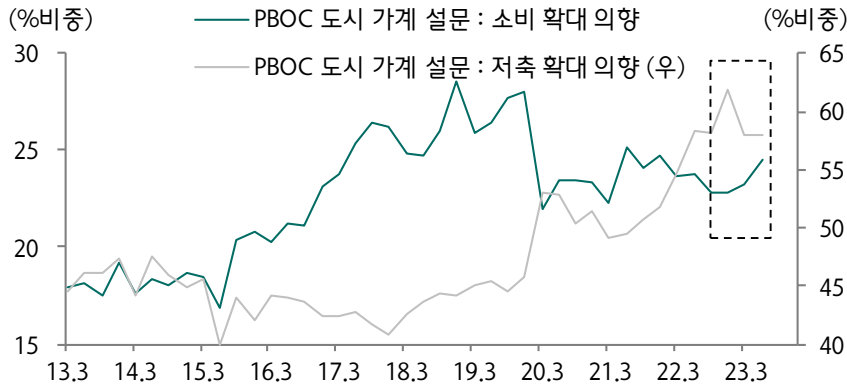
중국 관방 서비스업 PMI 월별 추이 : 보복 반등 이후 하락, 3/4분기 상승 재개 전망



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

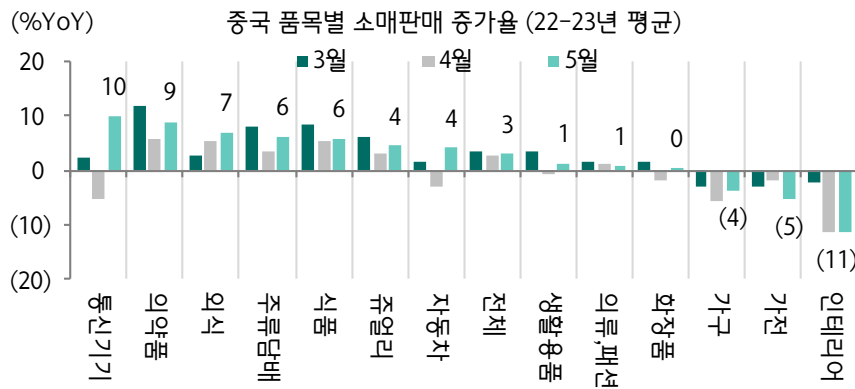
[하반기 적응과 회복] ① 가계 소비 회복 : 완만하지만 방향성 유지 (경기소비재)

2/4분기 인민은행 도시 가계 설문 : 소비 확대 의향 상승, 저축 의향 하락

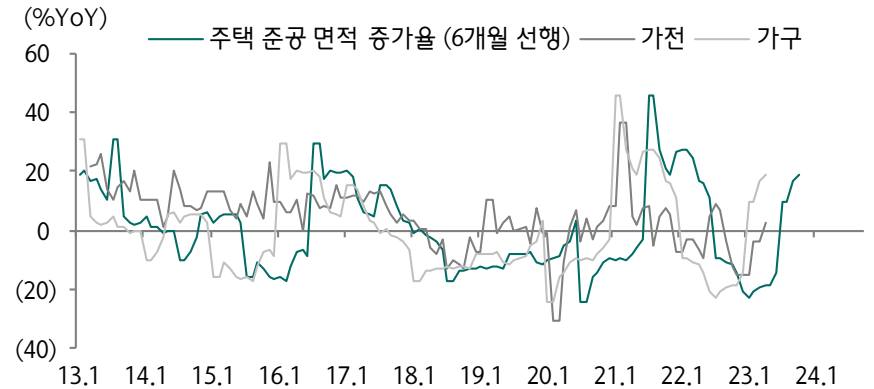


- 우리는 하반기 중국 N자형 회복의 동력으로 ①가계 소비 회복, ②기업 적응과 대응(PPI와 재고사이클), ③3/4분기 경기 부양책은 플러스 알파, ④가격 신호의 회복 시작을 제시.
- 첫째, 2/4분기 가계 소비 의향 상승, 저축 의향 중단 확인. 상반기 2-3%대에 그친 재화 소비는 하반기 4%대 반등 예상. 주목할 포인트는 ①서비스업 임금/물가 상승을 통한 소프트 소비재 소비 회복, ②상반기 준공/입주 지표 반등과 내구재(6개월 시차), ③소비 패턴 변화(외식/여행/온라인/전기차) 주목

중국 품목별 소매판매 증가율 (2년 평균) : 통신기기, 자동차, 외식, 음식료 회복 중국 주택 준공 면적 증가율과 내구재 소비 : 6개월 시차 두고 반영 패턴



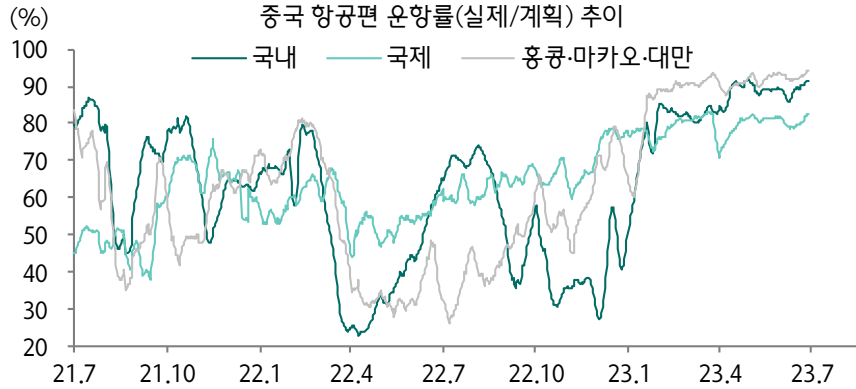
자료 : CEIC, Wind, 하나증권



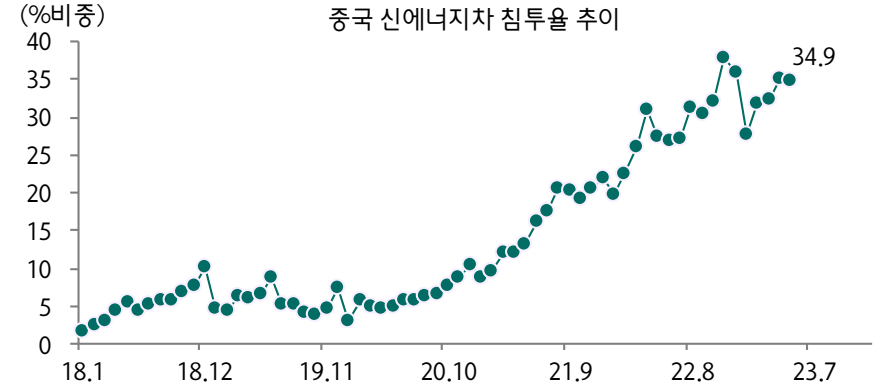
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[하반기 적응과 회복] ① 가계 소비 회복 : 완만하지만 방향성 유지 (외식/여행/온라인/전기차)

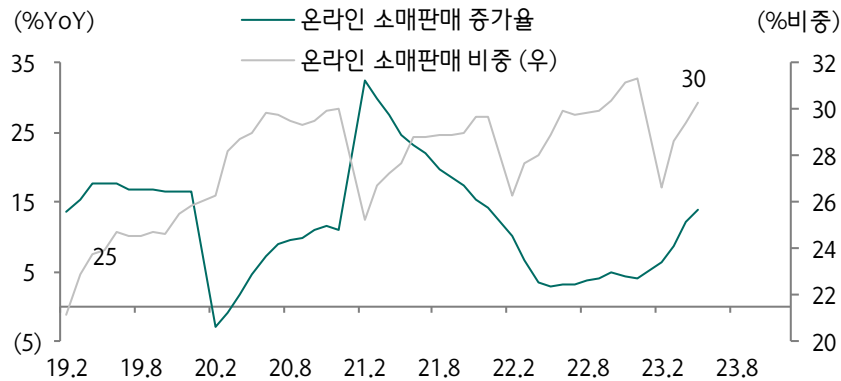
중국 항공편 운항률 (실제/계획) 추이 : 여행, 외식 소비 고공행진 전망



중국 신에너지차 침투율 추이 : 직접 보조금 축소에도 불구하고 고공행진

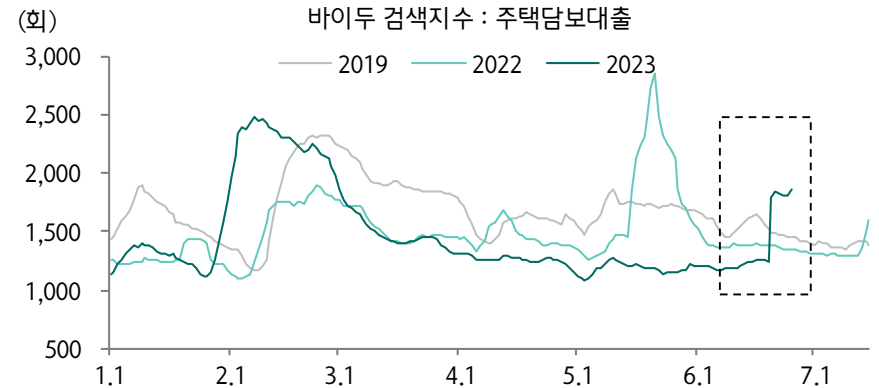


중국 온라인 소매판매 증가율과 침투율 : 팬데믹 이후 침투율 상승 주목



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

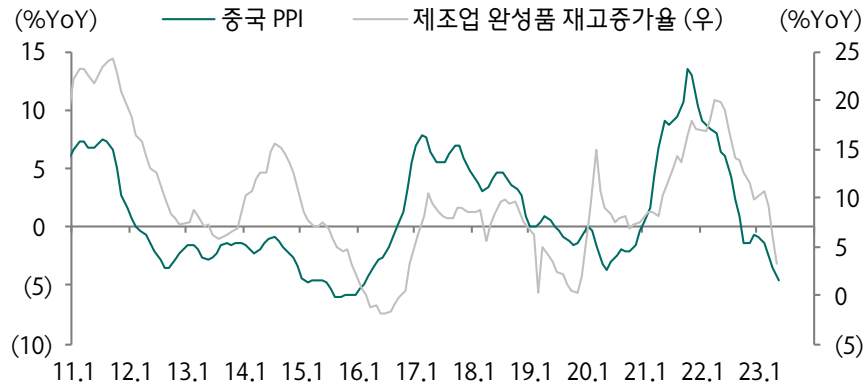
중국 바이두 검색지수 '주택담보대출' : 지방정부 맞춤형 완화 정책 효과 주목



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[하반기 적응과 회복] ② 기업 재고 사이클 : 재고조정 종료 임박, PPI와 이익 회복 선행

중국 PPI 상승률과 제조업 재고 증가율 추이 : PPI가 2-3개월 선행



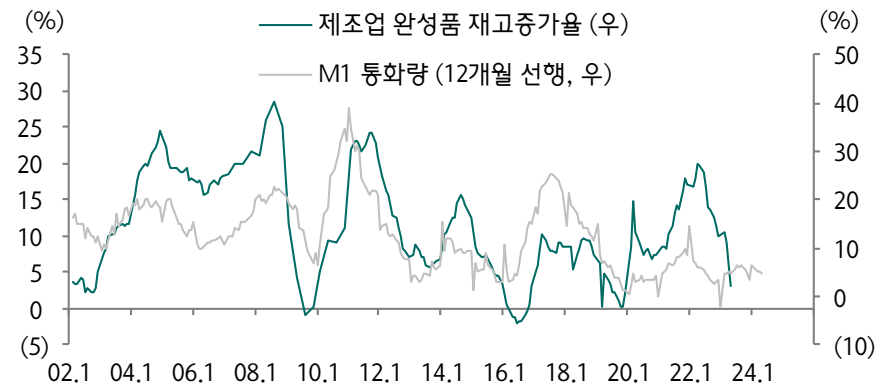
- 둘째, 기업의 재고조정 사이클은 3/4분기 종료 임박, 선행지표인 PPI와 기업이익 6-7월 저점 확인 이후 하반기 완만한 반등 전망. 중국 제조업은 상반기 변화에 적극적인 감산, 재고조정 및 가격인하로 대응, 하반기 자생적인 회복 사이클 조건 구축.
- 금번 재고조정 사이클 15개월간 진행, 재고 증가율은 4-5월에 만 5.9%p 급락, 경험적인 하단인 0%대에 근접. 재고 사이클을 2-3개월 선행하는 PPI 상승률은 19개월 하락, 동행하는 기업이익은 8개 분기 하락해 역시 하단에 근접

중국 제조업 역대 재고 사이클 : 금번 재고조정(강)은 약 15개월간 진행

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	11
재고 사이클(강) 평균		41	27	15
재고 사이클(약) 평균		34	12	22
전체 평균		38	21	17

자료 : CEIC, Wind, 하나증권

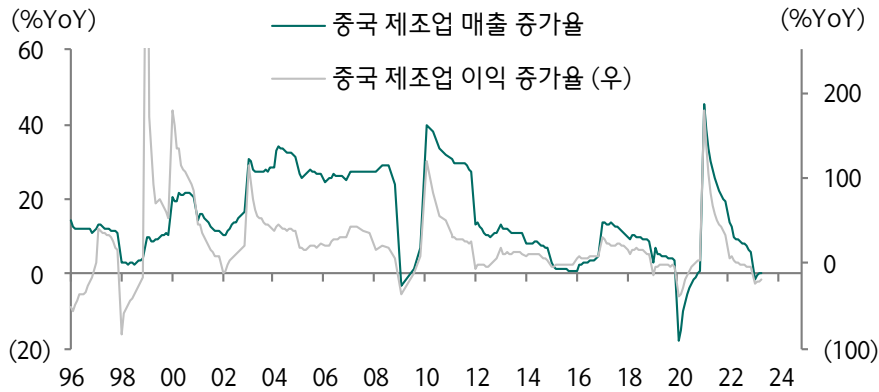
중국 M1 통화량은 재고 사이클 12개월 선행 : 하반기 저점, 완만한 회복 전망



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

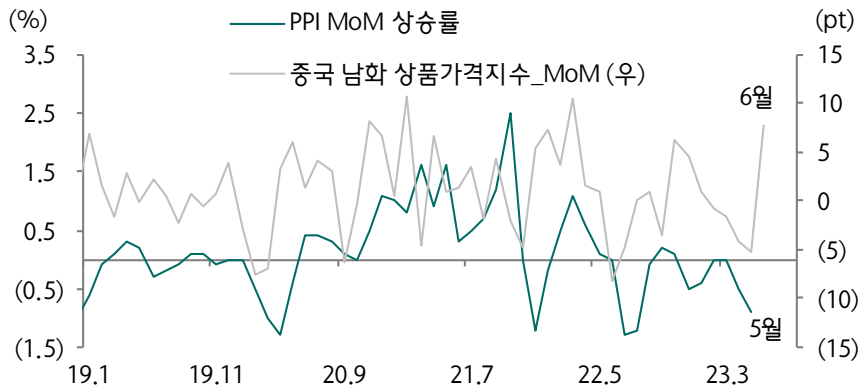
[하반기 적응과 회복] ② 기업 재고 사이클 : 재고조정 종료 임박, PPI와 이익 회복 선행

중국 제조업 매출과 이익 증가율 추이 : 5월에도 마이너스 증가율 유지



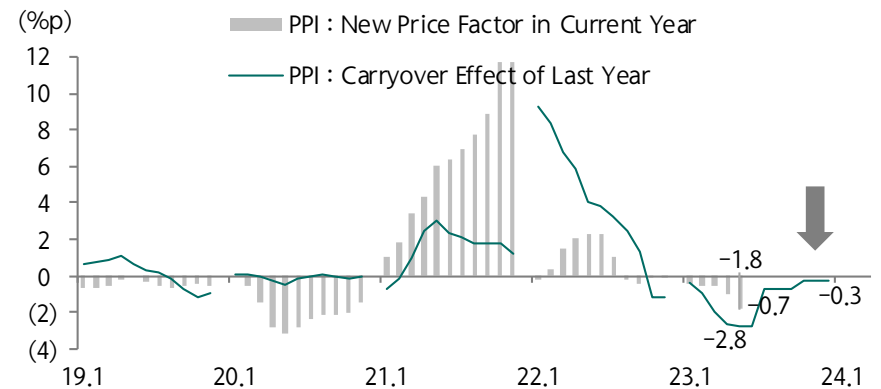
- 3/4분기 관전 포인트는 중국 기업이이익 Proxy인 PPI 상승률의 하향 안정 확인. 우리는 6월 이후 공산품, 농산품, 원자재 가격 동향과 7월부터 낮아지는 베이스 요인을 감안해 중국 PPI 전월비 상승률은 6월부터 반등, 전년비 상승률은 7월부터 하락폭이 빠르게 축소되기 시작할 것으로 전망
- 중국 물가가 PPI를 필두로 6월 이후 전월비부터 상승 전환될 경우 2/4분기 실적 기대감이 크게 낮아진 중국증시와 장기금리 상승에 우호적으로 작용할 전망

중국 PPI와 상품가격 종합지수 전월비 상승률 추이 : 6월 전반적인 가격 상승



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

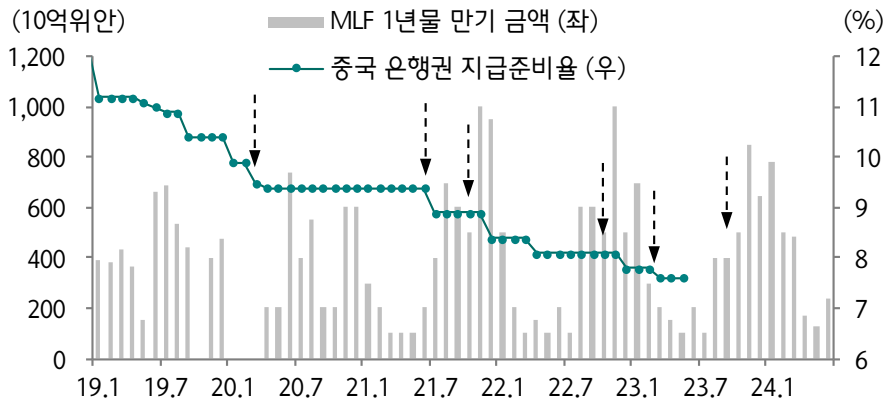
중국 PPI 베이스 효과는 7월부터 빠르게 반영 (그림은 이월효과와 나뉘어 축소)



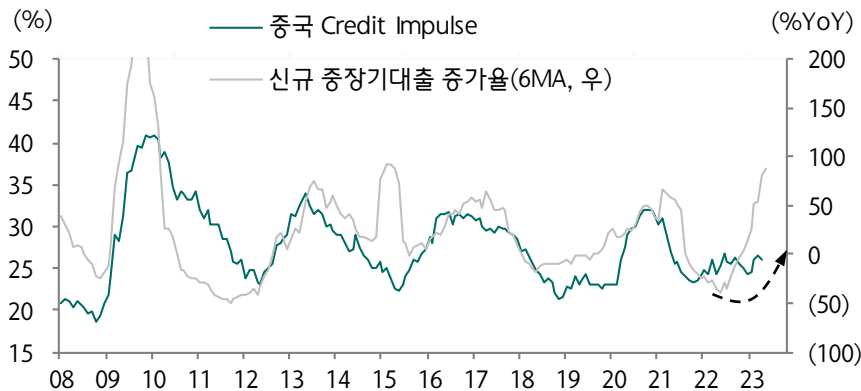
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[하반기 적응과 회복] ③ 정부 부양책은 플러스 알파 : 7월말 정치국회의 전후 꾸준히 집행

중국 MLF 만기 규모 증가 시 지급준비율 인하를 선택 : 3/4분기 선택 주목



중국 유동성 증가율은 재확장 기초 전환 예상 : 2/4분기 저점, 하반기 재반등



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

- 셋째, 우리는 6월 국무원 회의 발언과 전국 단위 공청회 진행 등을 토대로 7월말 정치국회의 전후로 통화, 재정, 부동산, 소비 등 패키지성 부양책이 꾸준히 발표될 전망이다. 다만, 현실적인 옵션과 정책 강도는 경기 V자 회복을 유도하기 어렵고, 하반기 가계와 기업의 완만한 회복을 지지하는 수준 예상. 향후 정책은 ①지준율 인하와 재대출 집행, ②지방 특수채 발행 가속화 와 국책은행 특별 대출(2022년 1.4조위안), ③제조업 대출 지원과 감세, ④전기차와 인프라 확충 지원, ⑤1-2선 도시 적용 대출금리와 한도 조정(9월), ⑥디벨로퍼 준공 지원 및 지방 맞춤형 규제 완화 유지, ⑦민영기업 장려 위한 법령 개정 등

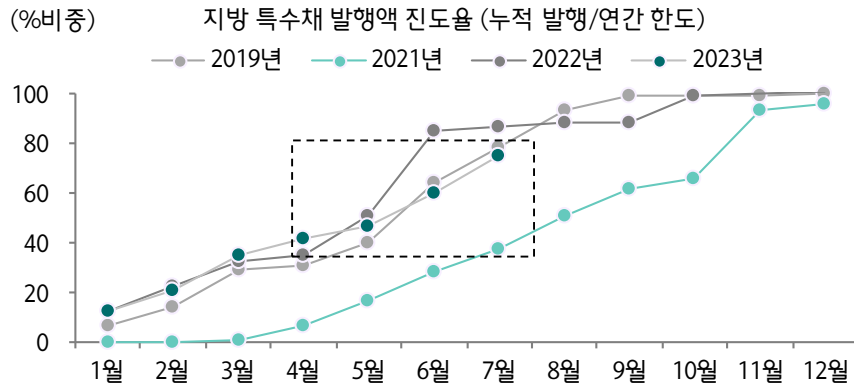
과거 중국 관방 제조업 PMI지수 2개월 이상 50선 하회 시 단행한 부양책

시기	제조업 PMI 2개월 이상 50선 하회 시 단행한 부양책
2015년 2월	-금리 25bp 인하, 지준율 50bp 인하 -부동산 "3.30" 규제 완화 정책 시행 -지방채 발행 전면 실시, 신에너지차 보조금 정책 연장
2015년 9월	-지준율 50bp 인하 -금리 25bp 인하, 지준율 50bp 인하 -부동산 "9.30" 규제 완화 정책 시행
2019년 1월	-지방 특수채 조기 하달 -지준율 50bp 인하
2019년 6월	-LPR 개혁 및 금리 인하 -지준율 50bp 인하
2021년 10월	-1년물 LPR 5bp 인하, 지준율 50bp 인하 -1년물 LPR 10bp 인하, 5년물 LPR 5bp 인하
2022년 4월	-1년물 LPR 10bp 인하, 지급준비율 인하
2022년 8월	-1년물 LPR 10bp 인하, 인프라 목적 특수 대출 집행 (1.4조위안)

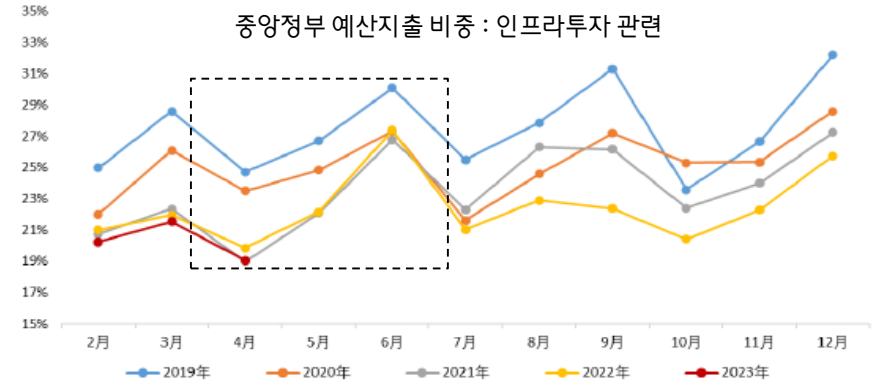
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[하반기 적응과 회복] ③ 정부 부양책은 플러스 알파 : 7월말 정치국회의 전후 꾸준히 집행

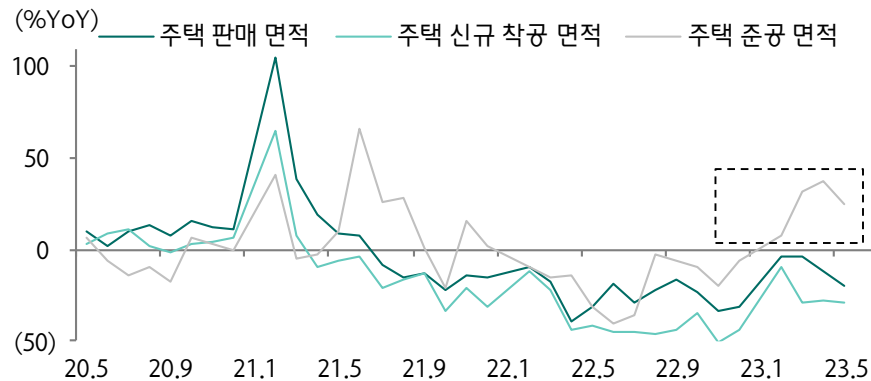
지방 특수채 발행액 진도율 : 상반기 발행 속도 추세 하회, 하반기 가속화 예상



중앙정부 예산지출에서 인프라 투자 비중 : 상반기 역대 추세 하회

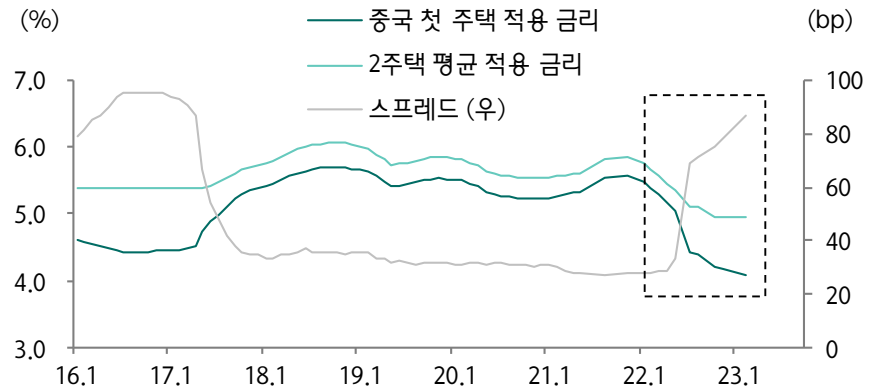


중국 주택 판매, 신규착공, 준공 면적 추이 : 하반기 준공 지원에 계속 집중



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

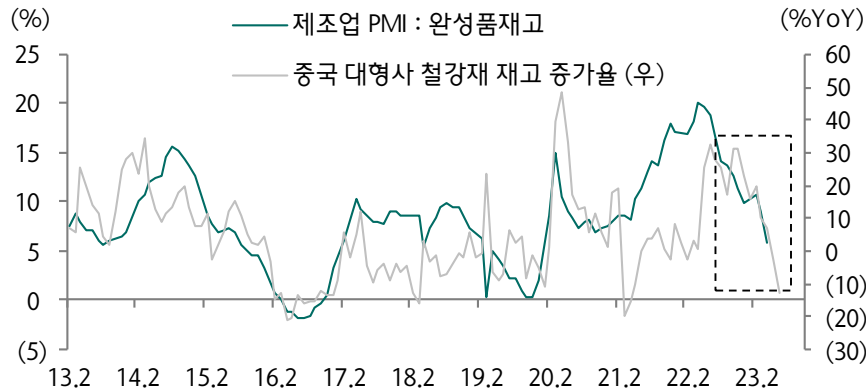
중국 첫주택, 2주택 평균 적용 금리와 스프레드 : 1선 도시와 2주택 금리 정책 주목



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

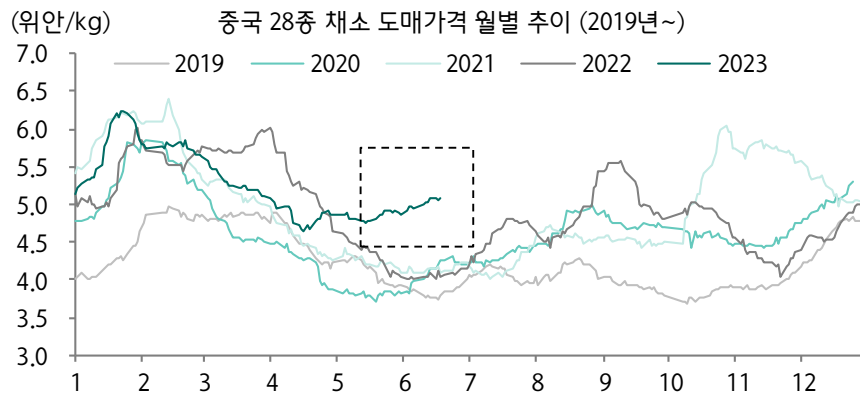
[하반기 적응과 회복] ④ 가격 신호 회복 시작 : 작은 신호에 더 민감해지는 시점

중국 대형 철강기업 재고 증가율 추이와 제조업 재고 증가율



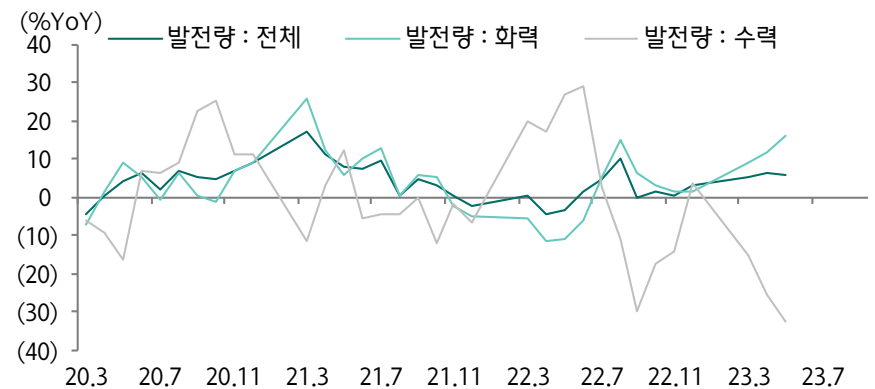
- 넷째, 금번 사이클의 경우 정부 정책(공급)의 한계를 확인한 만큼 가계와 기업의 가격 신호에 대한 확인이 더 중요. 상반기 시장 기대감이 무너진 이후 하반기 물가, 임금, 상품가격, 대표 기업의 가격인상, 공급 차질 변수 관련 작은 신호에 더 민감
- 우리는 ①6-8월 CPI, Core CPI, PPI 전월비 상승률, ②근로자 평균 근무 시간(월별), 서비스업 대표기업 임금/가격 인상 정보, ③기업 채용 확대 신호(채용공고/플랫폼 기업 공시), ④중국 상품가격 종합지수(남화)와 공산품 가격, ⑤광공업 분야 공급 변수(전력/수출) 주목. 6월 이후 상승 우위 환경 조성 확인.

중국 28종 채소 도매가격 추이 (2019년~) : 2/4분기 추세 상회하는 상승세



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

중국 전체 발전량, 화력과 수력 발전량 증가율 추이 : 고온 현상, 수력 변수 주목

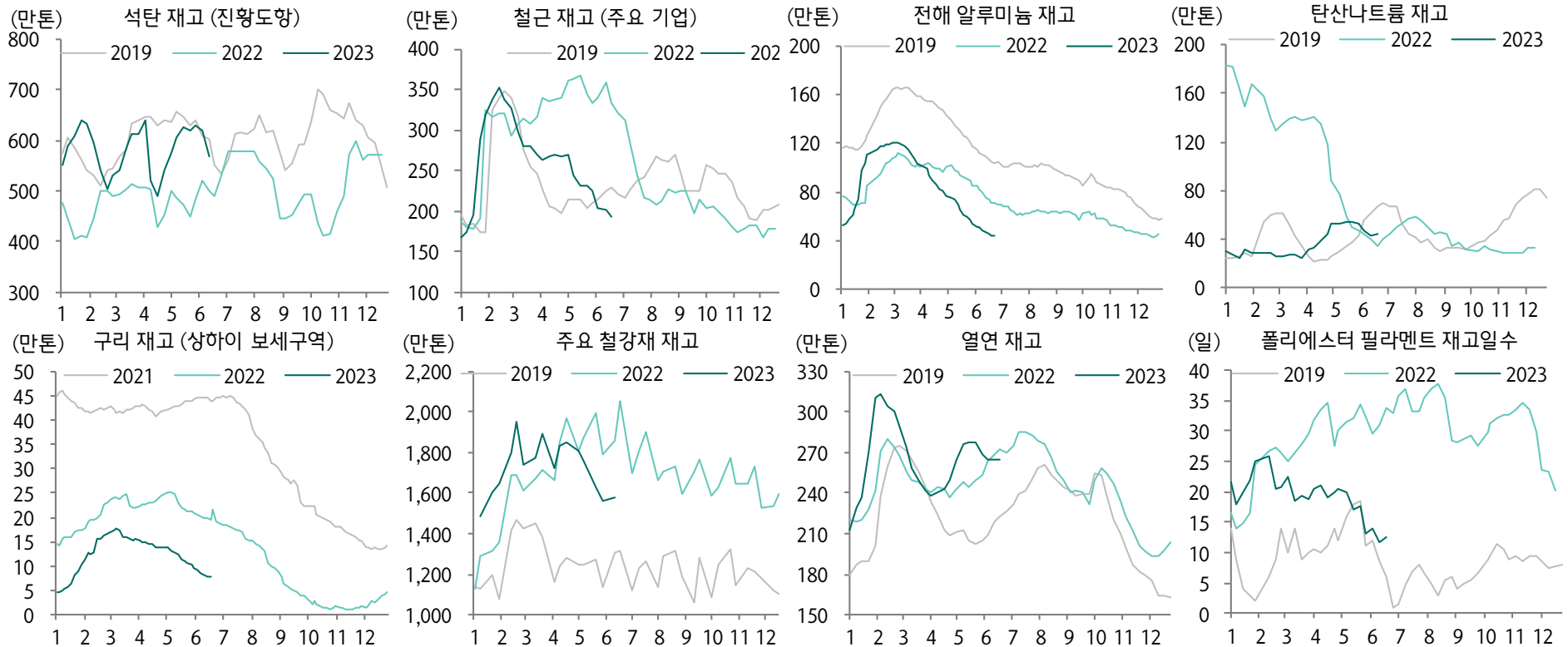


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[하반기 적응과 회복] ④ 가격 신호 회복 시작 : 작은 신호에 더 민감해지는 시점

- 사례) 중국 주요 원자재 월별 재고 추이 (2019년, 2022년, 2023년 비교)
- 우리는 2022년 이후 정부가 공격적인 증산과 수입을 증용한 석탄을 제외하면 대표 원자재 재고가 추세보다 낮다는 점을 주목

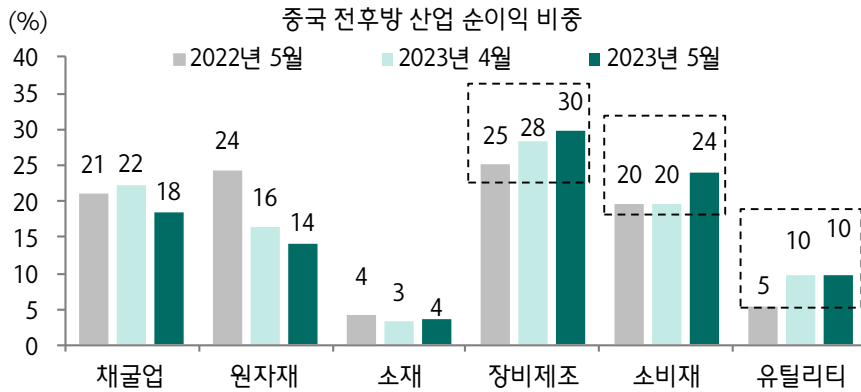
중국 주요 원자재 월별 재고 추이 (2019년, 2022년, 2023년 비교) : 2023년 석탄과 소다회 등을 제외하면 대체로 추세 대비 낮게 유지



자료: Wind, 하나증권

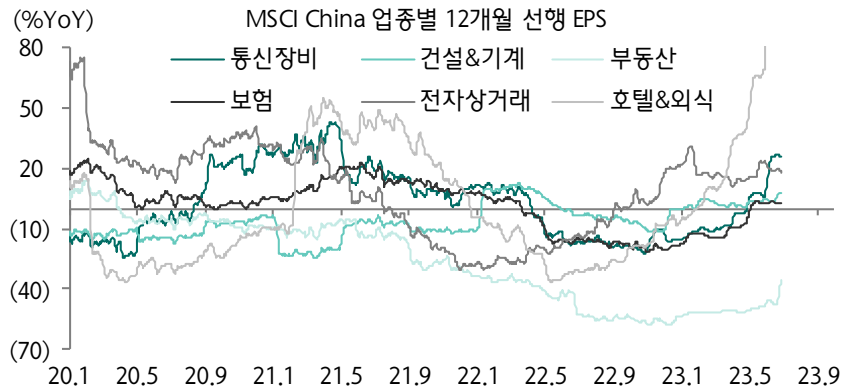
[전략] 중국 시클리컬과 소비재의 반격과 반도체 주목

중국 제조업 전후방 산업 순이익 비중 추이 (2022년 5월, 2023년 4-5월)



- 중국 명목GDP 성장률과 기업 이익 사이클이 2/4분기 저점을 확인한 가운데, 3/4분기부터 선제적으로 반등하는 업종을 계속 주목
- 3/4분기 업종 전략은 ①업종 이익 비중 후방(에너지/소재)에서 전방 제조업(산업재/소비재)으로 계속 이전, ②3/4분기 가격과 이익 턴어라운드 관련 소비재(가전/스마트폰/전기차/전자상거래), ③수급 타이트한 시클리컬(화학/철강/기계/부동산), ④국산화 정책(알파)와 재고/수출 사이클(베타) 기대되는 반도체 주목

MSCI China 업종별 12개월 선행 EPS 증가율 추이 : 턴어라운드 분야 주목



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

중국 상품가격 종합지수와 중국 증시 시클리컬 스타일 상대강도 추이



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[전략] 대외 위험과 기회 : 미중 관계와 대만 이슈 중립, 수출 경기는 4/4분기 업사이드 요인

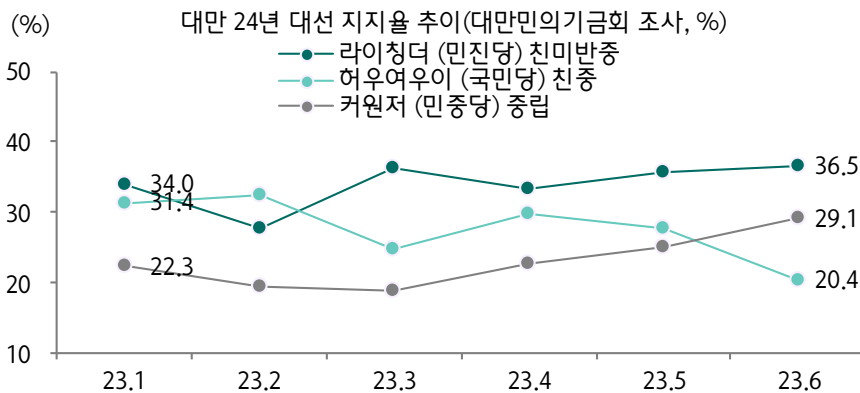
중국 반도체 장비 국산화율과 대표 기업

	장비 종류	국산화율	중국 대표 기업
1	애싱 장비	90% 이상	이탕반도체
2	클리닝 장비	20% 전후	북방화창
3	서브트렉티브 장비	20% 전후	북방화창, 이탕반도체
4	열처리 장비	20% 전후	북방화창, 이탕반도체
5	PVD 장비	10% 전후	북방화창
6	CMP 장비	10% 전후	HWATSING
7	도포·현상 장비	0% 초과	KINGSEMI
8	노광장비	0% 초과	SMEE

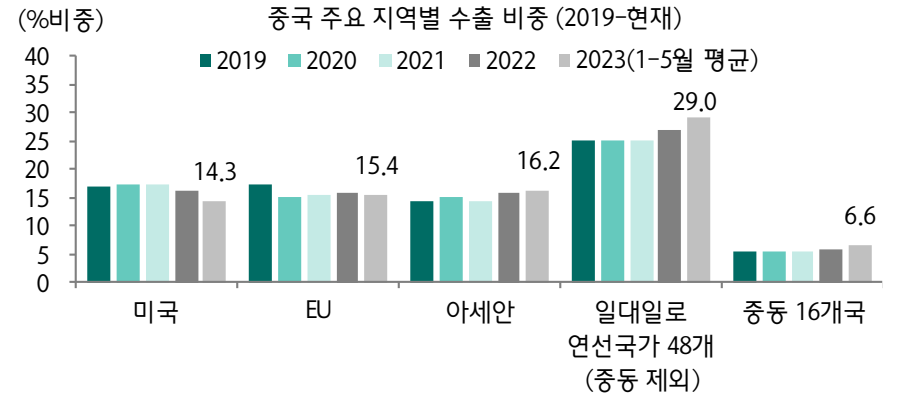
- 3/4분기 대외 위험 민감도 점차 축소를 예상. 다만, 미중 관계와 제재 관련 이슈, 대만 위험, 수출경기 불확실성 여전히 상존. 첫째, 미중 관계는 11월 이전 정상회담 방향으로 큰 틀에서 진행될 것이나, 7월 이후 미국 반도체 규제와 대만 이슈 등 특정 분야 긴장감 유지. 산업 규제는 반도체 제외 분야 느슨하게 유지될 것. 둘째, 2024년 1월 대만 총통 선거 삼파전이 시작됨에 따라 중국 강경 대응 보다는 관망 입장 유지 예상. 셋째, 수출 경기는 선진국 사이클과 일대일로/아세안 지역 비중 상승 감안할 때 4/4분기부터 업사이드 요인으로 작용할 전망

대만 총통 선거(5월 집권) 후보자 지지율 : 여당 후보 1위, 중립 후보 추세 상승

중국 지역별 수출 연도별 비중 추이 : 일대일로, 중동, 아세안 비중 상승



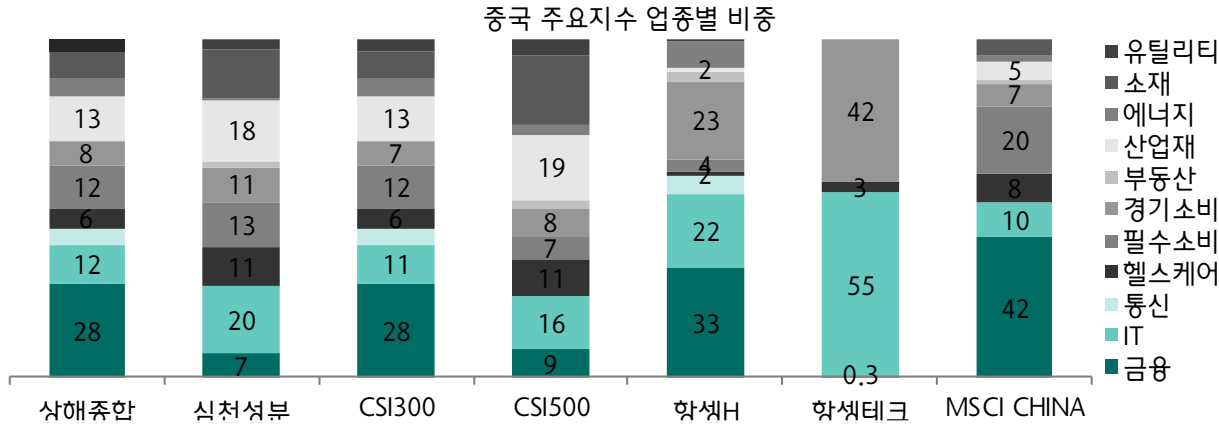
자료 : CEIC, Wind, 하나증권



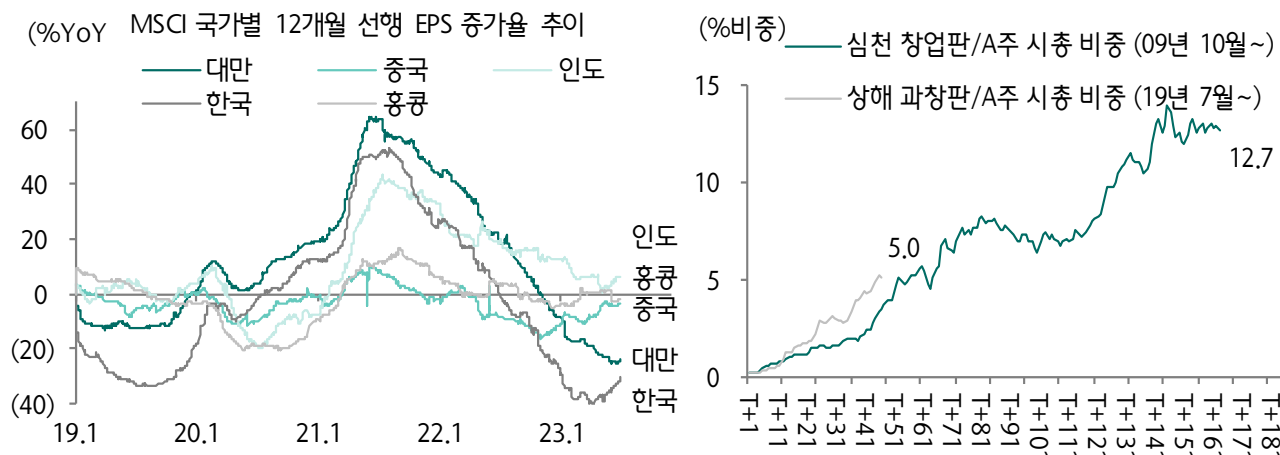
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[중화권 증시] 3/4분기 선호도 : 항셱H > MSCI China > 상해 과창50 > CSI 300

중국 증시 업종별 2023년 순이익 예상치 변동 (3-5월) VS 업종별 향후 12개월 매출액 예상치 변동 (5월 기준)



- 하반기 중국 명목GDP 성장률(물가) 반등과 이익 모멘텀 회복은 신흥국 내에서 비관론이 커진 중국 메리트 점차 부각시킬 것. 우리는 3/4분기 중화권 증시의 주요 벤치마크 지수 선호도를 항셱H > MSCI China > 상해 과창50 > CSI300지수 순 제시.
- 3/4분기 중국 가계와 기업 사이클의 완만한 회복과 경기 부양책은 홍콩 항셱H와 MSCI China지수에 더 유리
- 홍콩은 시가총액 구성과 상반기 가격/수급/투자심리/환율(HKD) 측면에서 대외 약재에 점차 둔감해지고, 본토 펀더멘털과 이익 사이클 회복에 더 민감해질 전망. 본토는 상해 과창50과 심천 창업판(ChiNext) 등 기술주/중소형지수의 상대적인 우위를 예상.



자료: Wind, Bloomberg, 하나증권

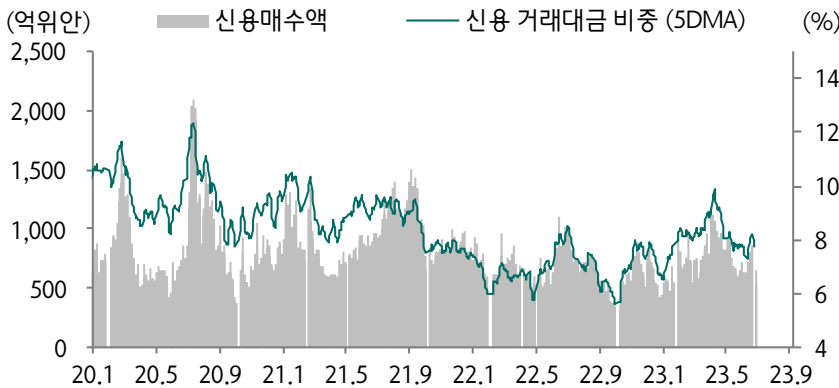
[중화권 증시] 본토 : N자형 경기 회복 기대 상승, 수급상 과창판과 창업판 상대 우위

상해종합지수 PER 밴드 : 밸류에이션 역사적 평균 하회



- 본토 증시 비중확대 의견 유지, 상해종합지수 하반기 예상 밴드 3,050p~3,900p 유지. 5월 이후 경기와 정책에 대한 비관론 극단적, 수급과 투자심리 급락 이후 6월부터 회복세 돌입
- 본토 증시는 상반기 정부 안보, 국유경제, 디지털경제와 AI 분야 탄력적으로 선반영한 이후 홍콩 대비 경기 부양책과 이익 회복 눈높이가 상대적으로 높은 편. 제조업 고도화 전략과 베타/알파 기대감 상존하는 상해 과창50(Star50)지수와 가격 메리트 부각될 심천 창업판 상대적인 우위 예상.

중국 증시 신용매수 금액과 거래대금 비중 : 6월 이후 투자심리 점차 회복



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

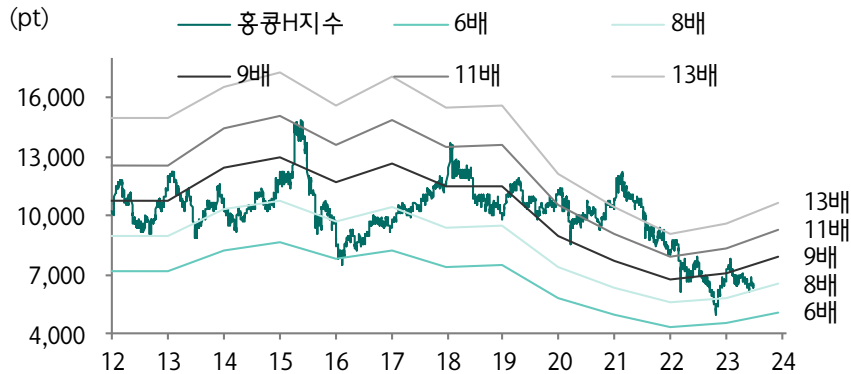
중국증시 외국인 누적 순매수(2022년 이후)와 장기금리 : 외국인 횡보 유지



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

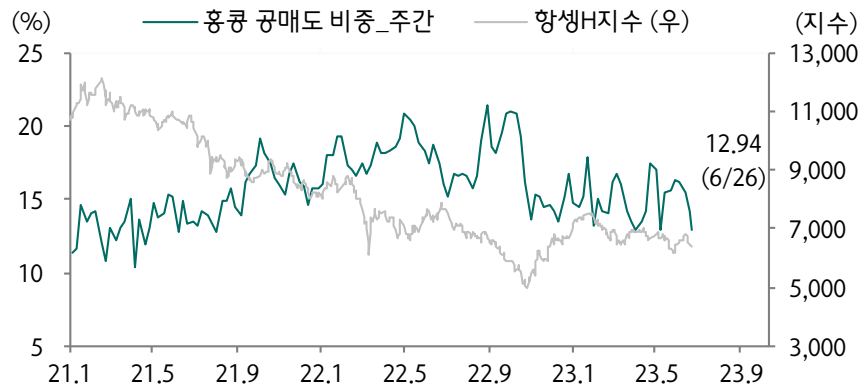
[중화권 증시] 홍콩 : 대외 악재 둔감, 본토 가계/기업 사이클 호재에 더 민감

항셱H지수 PER 밴드 : 2016년 이후 최저인 8배 수준까지 급락



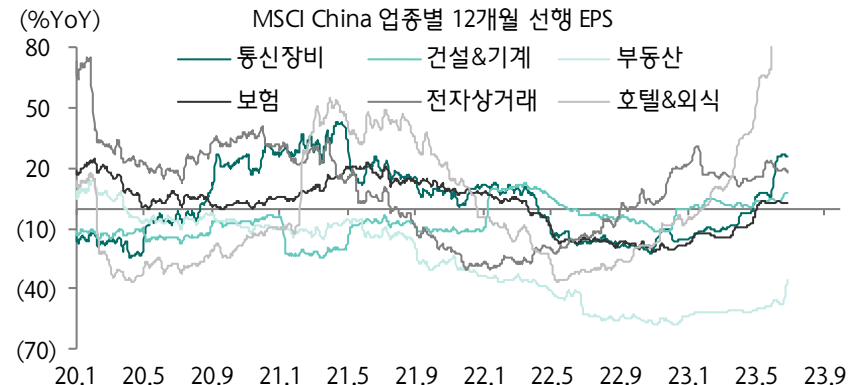
- 홍콩 증시 비중확대 의견 유지, 항셱 H지수 3/4분기 예상 밴드 6,400p~8,730p 제시. 3/4분기와 4/4분기 등락 밴드 점차 상향 조정 될 것. 경기 부양책과 미중 관계 불확실성으로 2/4분기 상단 돌파에 실패했지만, 3/4분기 경기와 이익 모멘텀 회복을 탄력적으로 반영할 전망. 우리는 하반기 홍콩에 대해 ①팬데믹 이후 누적된 규제 충격과 가계/부동산 침체 탈출 중기적 반영, ②미 긴축 및 홍콩달러 약세 부담 축소와 공매도 비중의 추세 하락, ③3/4분기 빅테크와 금융 업종 투자심리 회복, ④상반기 본토 정책 테마(국유/디지털경제)의 확산 기대감 유지.

홍콩 공매도 비중 추이와 항셱 H지수 : 공매도 비중 점진적인 하락세 유지



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

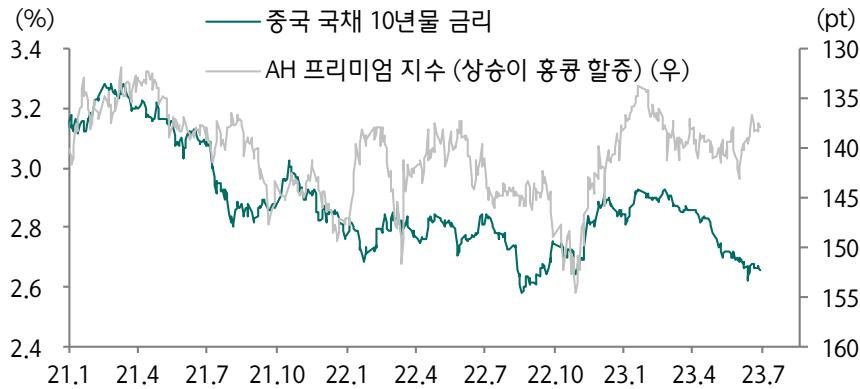
MSCI China 업종별 12개월 선행 EPS 증가율 : 빅테크, 금융, 소비자 터어라운드 주목



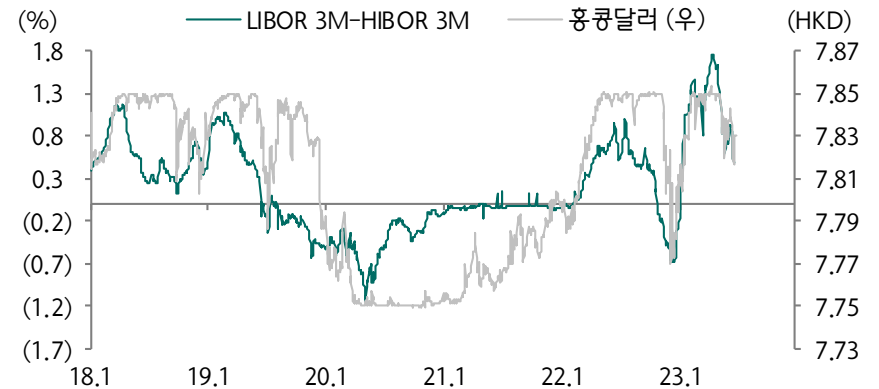
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

[중화권 증시] 홍콩 : 대외 악재 둔감, 본토 가계/기업 사이클 호재에 더 민감

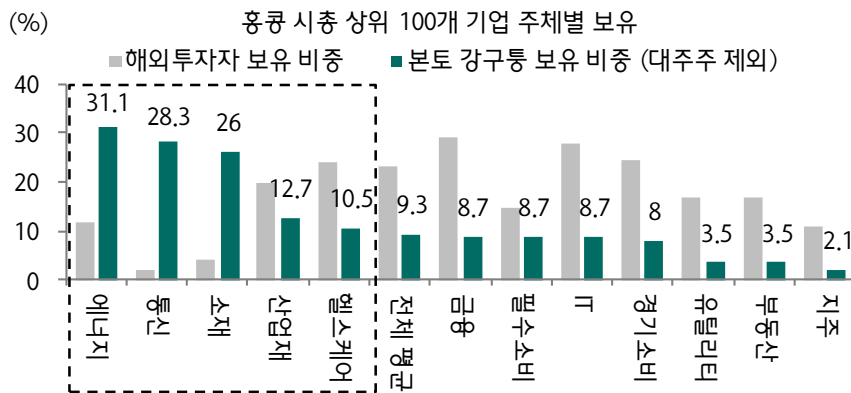
중국 국채 10년물 금리와 AH 프리미엄 지수(역축 : 상승이 홍콩 할증)



홍콩달러와 대내외 금리차 : HIBOR 금리 상승과 함께 HKD 강세 전환



홍콩 시총 상위 100개 기업 주체별 투자 비중 (2022년) : 본토 VS 외국인 비중

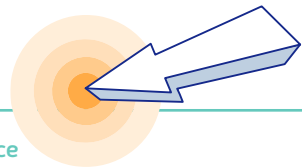


자료 : CEIC, Wind, 하나증권

항생지수 PBR 추이 : 2023년 이후 다시 표준편차 -1SD 하회



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.