

2024년 중국 주식시장 전망과 전략

다르게 보이는 5%



2023.10.30

중국/신흥국전략 김경환 khstyle11@hanafn.com

RA 김성은 seongeunk@hanafn.com

2024년 중국 주식시장 전망과 전략

다르게 보이는 5%

하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

중국/신흥국전략 김경환 khstyle11@hanafn.com

[요약] 다르게 보이는 5%

- 사이클과 정책 측면에서 2023년 중국의 5% 성장률과 2024년의 5%는 다르게 인식될 수 있다. 2024년 중국 경제와 증시는 두 가지 2년차 효과(당20기/리오프닝)가 상반기부터 강화되고 구조적인 위험이 점차 축소되면서 상대적인 강점(사이클/금리/가격/안정성)이 2023년 대비 부각될 전망이다.

[결자해지] 상반기 세가지 변화 : ①중앙정부 레버리징, ②부동산 경기 연착륙, ③미중 관계 포괄적인 정상화

- 2023년 중국의 문제는 결국 금리보다 더 빠르게 하락한 ROE(투자수익률), 탈부동산 정책 후유증과 극단적인 산업 양극화로 평가된다. 실물경제는 2023년 하반기부터 2차 반등을 시작했지만 몇 가지 변화가 더 필요하다. **첫째**, 미국 금리 하락 지연과 내부 정책 효과 제고를 위해 중앙정부는 다시 레버리징을 선택. 2023년 관망 기조에서 4/4분기 이례적인 추경(특별국채)이 변곡점이며, 2024년 5%이상 성장목표 제시와 상반기 재정정책 극대화가 예상된다. 통화완화, 부동산(공급자 규제 완화), 중시(장기자금/홍콩) 부양책이 계속 매칭될 것이다. **둘째**, 2024년 부동산 경기 연착륙이 예상된다. 2023년 중국 주택거래는 중장기 실수요 추세의 저점 도달, 2024년 증가세 전환이 예상된다. 2024년 상반기 준공 수요 회복과 가격 안정화가 예상되나, 하반기 공급 절벽으로 인해 당국의 추가 정책이 필요하다. 상반기에는 공급자 대상 규제도 일부 완화가 예상되며 신용위험은 1/4분기 실질금리 하락과 함께 정점 통과, 구조조정은 1-2년간 진행될 것이다. **셋째**, 미중 정상회담과 소통 채널 복원을 계기로 2024년 미중 관계는 포괄적인 정상화(임시 휴전)가 예상된다. 미국의 기술 제재는 더 심화될 수 있으나 양국의 무역, 외교, 군사, 인적교류, 기후 분야 협력은 2023년 대비 개선될 전망이다. 미국은 리쇼어링 전략과 단기 물가 통제 사이에서 중국과의 무역을 현재 수요보다 더 낮게 유지하기 어렵다. 상반기 대만 총통 선거가 변수지만 포괄적인 정상화는 중국 가계와 기업 회복에 긍정적이다.

[후유증 극복] 두 가지 2년차 효과 : 정책 패턴과 가계/기업/수출 정상화

- 중국경제는 당 20기/리오프닝 2년차 정책과 회복을 바탕으로 연간 4.7%-4.9% 성장이 예상된다. 이는 2022-23년 평균 4.2% 성장 대비 완만한 반등. 과거 당 지도부 2년차 정책 패턴과 중앙정부 레버리징을 감안할 때 중장기 목표 하한선(CAGR 4.7%) 사수를 위해 경제 정책에 더 집중할 것이다. 한편, 리오프닝 2년차 가계 소비와 기업 재고 사이클은 펜데믹 후유증을 계속 탈피하고, 부동산 악재 축소와 수출/내수 회복은 기업이익과 ROE 상승을 유도할 수 있다. 글로벌 수요와 고유가 등 불확실성이 상존하나, 중국은 선제적인 자산 버블 축소와 재고조정, 낮은 금리 및 생산 비용이 우호적이다. 2024년 소매판매는 5-6%대, 상반기 인프라 투자 15%대, 수출은 증가세 전환을 예상된다.
- 한편, 2024년 '중국식 공급망 효율' 전략의 글로벌 내수 및 수출 시장 파급 효과를 주목한다. ①제조업 쏠림과 과잉 투자, ②'국진민퇴(國進民退)' 전략, ③원재료 쟁탈과 공급망 장악, ④저가제품 밀어내기(크로스보더)와 해외진출 강화 등 계속 노골화될 전망이다. 국산화 대체, 공급망과 원재료 가격 우위를 통한 밀어내기는 경쟁국에 영향력 더 클 것.

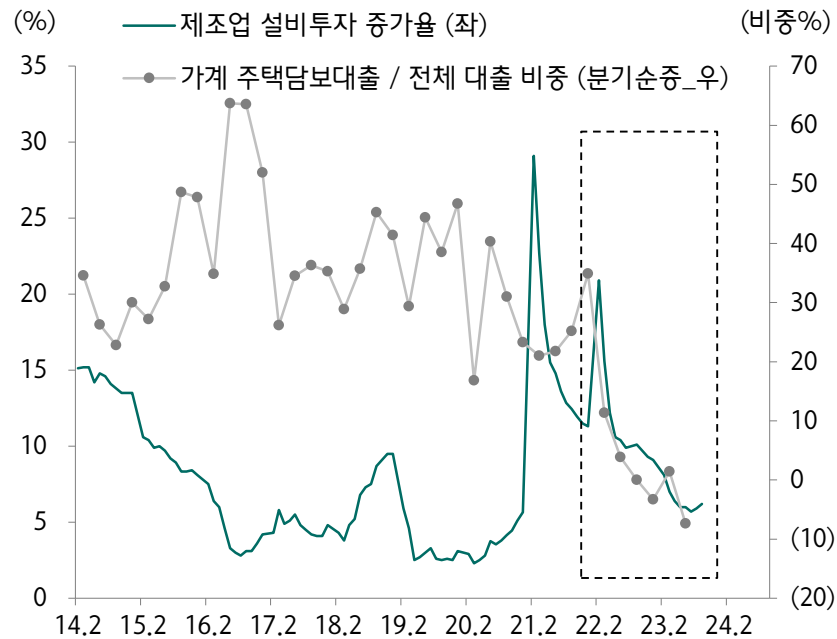
[전략/중화권 증시] 전략은 다섯가지 '상고하저' 모멘텀이 핵심, 중화권 증시는 상대적인 강점 부각-멀티플과 이익 상승 점차 반영

- 2024년 중국 투자 아이디어로 ①2024년 다섯가지 '상고하저' 모멘텀, ②상반기 제조업과 고성장투자, 2/4분기 이후 소비 업종 수익성 회복, ③최근 2년간 누적된 현금미 2024년 CAPEX로 전환될 업종, ④중국 회복은 여전히 Q중심, 저가 공급 피해/수혜 업종에 대한 균형감을 제시한다.
- 중화권 증시는 2024년 구조적인 문제와 사이클 회복이 점차 분리될 것이다. 2년차 효과가 반영되면서 기업이익(ROE)의 완만한 상승 및 정책 모멘텀이 증시 회복을 견인할 전망이다. 2023년 미중 ERP의 극단적인 양극화 역시 계속 축소될 것이다. 상반기 세 가지 변화(중앙정부/부동산/미중관계)를 통해 멀티플 하락이 중단되고 기업이익 반등을 지수가 점진적으로 반영할 것이다. 중장기 성장성(경제/이익) 우려는 로컬 투자자부터 시각 변화, 외국인은 2/4분기부터 복귀가 예상된다. 2024년 미국발 시스템 위험이 없다면 상반기 홍콩 증시가 중국 본토 대비 상대 우위 관점을 유지한다. 2024년 상해종합과 항셱H수 지수 예상 밴드를 각각 3,050pt~3,790pt와 5,960pt~7,850pt로 제시한다.

[2024년 속제] 리오프닝 1년차 문제는 금리보다 더 빠르게 하락한 ROE

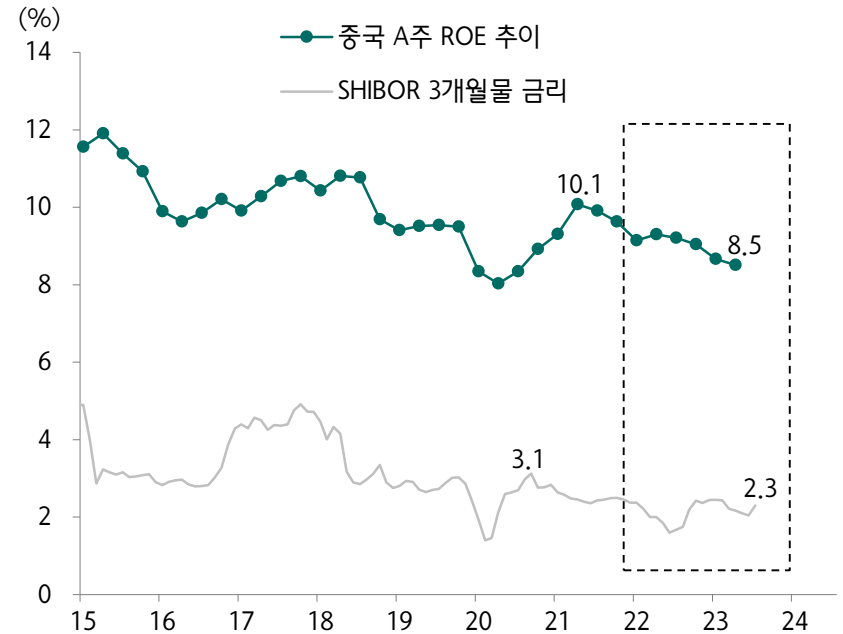
- 2023년 리오프닝 1년차 중국 경제와 증시 부진의 핵심 원인은 금리 하락 속도보다 ROE(투자수익률)가 더 빠르게 하락했다는 것
- 이는 가계와 기업의 레버리지(소비/투자/부동산)를 제한하고, 가계 예금과 기업 현금 유보율을 높이며 정책 효과는 계속 반감
- 당 20기/리오프닝 2년차인 2024년은 주체별 후유증 완화가 예상되지만 구조적인 위험 완충, 중앙정부 레버리징, 대외 환경 개선 필수

중국 제조업 설비투자 증가율 VS 가계 주택담보대출 비중 : 투자 심리 급랭



자료: CEIC, Wind, 하나증권

A주 ROE (TTM) 추이 VS SHIBOR 금리 추이 : ROE가 더 빠르게 하락

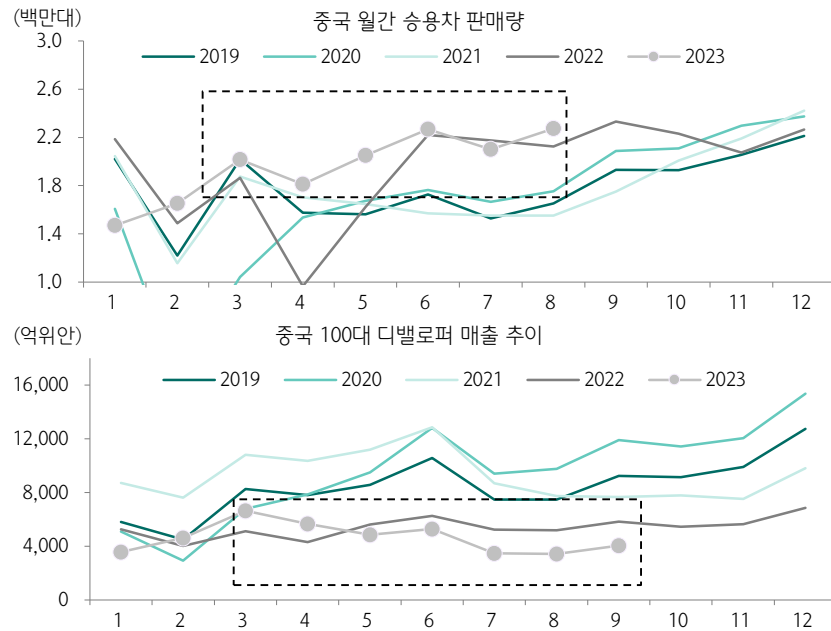


자료: CEIC, Wind, 하나증권

[2024년 속제] 탈부동산 정책 후유증과 극단적인 산업 양극화 지속

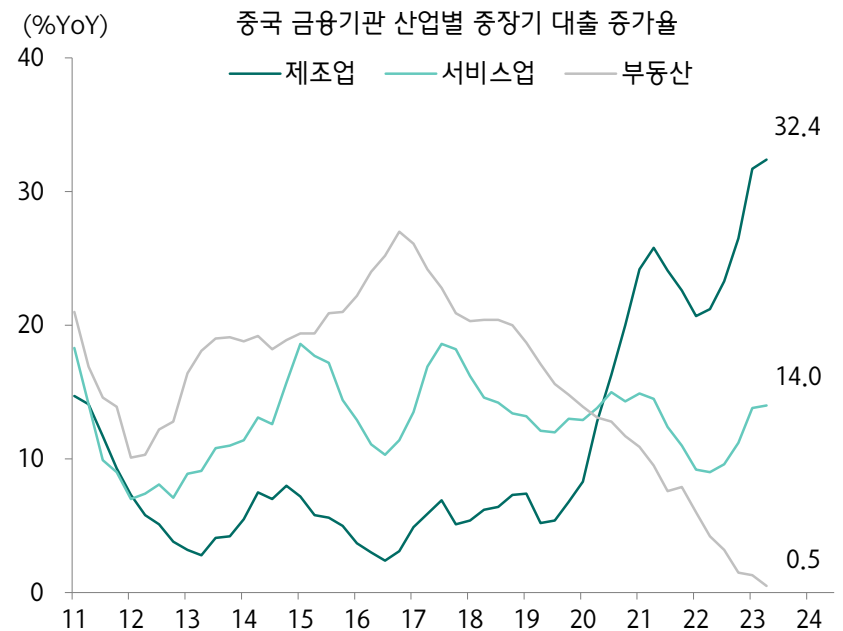
- 2023년 정책 효과와 산업 구도 역시 극단적인 양극화 유지 : 제조업 쏠림현상과 과잉투자 지속, 부동산 밸류체인 둔화 속도 예상 상회
- 탈(脫)부동산 정책 장기화, 자금시장 큰 손(지방/디벨로퍼)의 공백, 펜데믹 이후 투자심리 냉각, 중앙정부 방치로 인해 특정 산업 쏠림 심화
- 핵심 선행지표인 은행권 중장기 대출은 당초 2023년 양극화 축소 예상과 달리 제조업과 부동산의 극단적인 괴리가 2년간 유지
- 제조업은 전통/신흥 산업 모두 공급과잉과 가격경쟁 심화, 부동산 밸류체인(지방/디벨로퍼/가계) 회복 지연

중국 연도별 월간 승용차 판매와 디벨로퍼 매출 추이 : 극명한 양극화



자료: CEIC, Wind, 하나증권

금융기관 산업별 중장기 대출 증가율 : 2023년 좁혀지지 않는 괴리

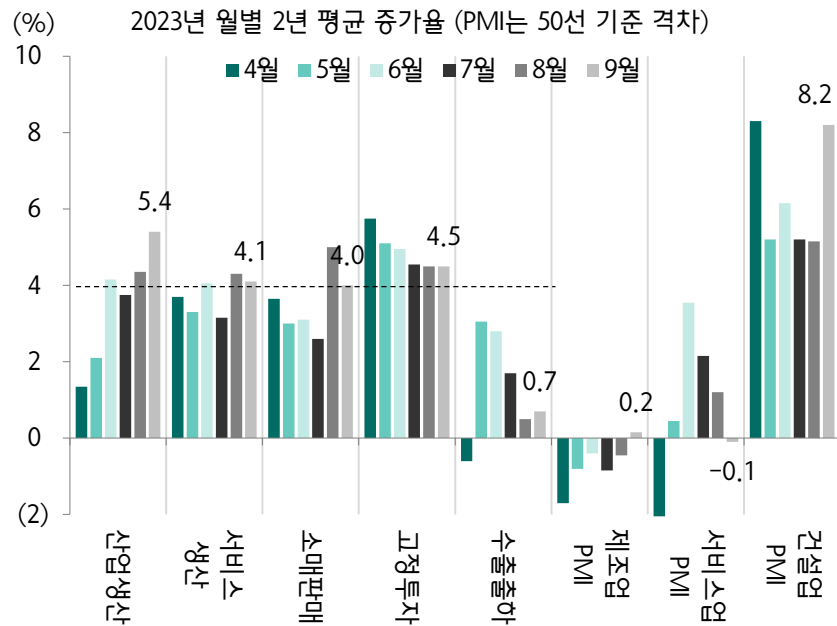


자료: CEIC, Wind, 하나증권

[2024년 속제] 펀더멘털은 2차 반등 시작, 4%대 성장률과 사라진 사이클의 복귀

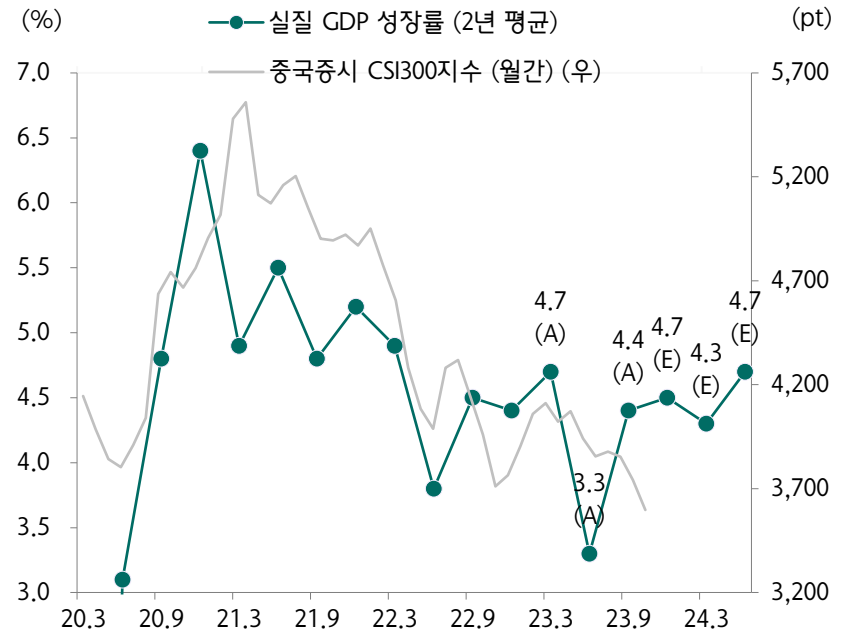
- 다만, 실물경제는 상반기 부채/소비/재고 조정 이후 하반기 2차 반등을 시작, 2년 평균 기준 4%대 성장률 상회(2Q23 3.3%→ 3Q23 4.4%)
- 2023년 경기는 ‘보복-급랭-정상화’ 패턴 시현, 2/4분기 저점에서 ‘물가-장기금리-생산/소비-제조업-정부투자’ 순 사라진 사이클의 등장
- 7월말 정치국회의 기점으로 2차 부양책 사이클 돌입, 경착륙했던 부동산 경기는 3/4분기 ‘주택거래-신규착공-자금조달’ 순 하락 중단

2023년 주요 경제지표 월별 추이 : 2년 평균 기준 대부분 4% 상회 시작



자료: CEIC, Wind, 하나증권

팬데믹 이후 중국 자산가격과 2년 평균 성장률 연동 : 하반기 4%대 복귀



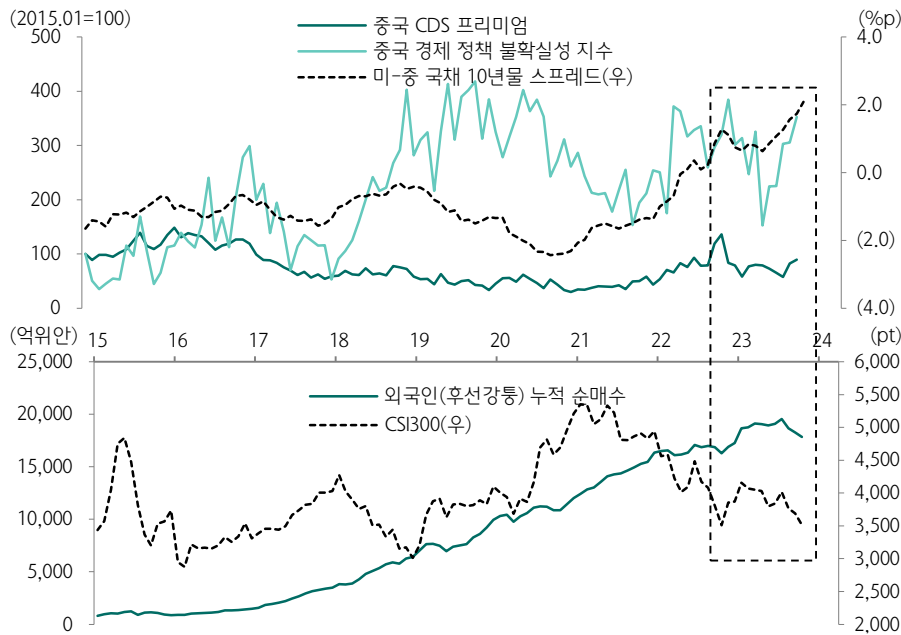
자료: CEIC, Wind, 하나증권

[2024년 속제] 펀더멘털과 주식시장 괴리를 축소하기 위한 세 가지 변화

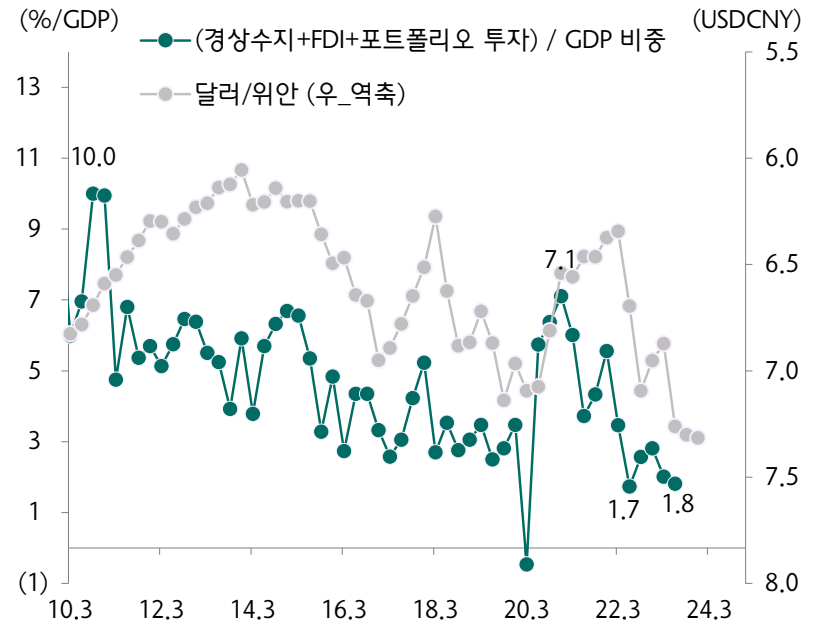
- 3/4분기 이후 실물경제 회복 재개와 부양책 강화에도 불구하고 중화권 증시와 외국인 수급 반응은 단기적으로 둔감
- 내부적으로 불황 장기화 우려와 부동산 위험 상승, 체제와 정책 신뢰도 하락, 미중 금리차 확대 우려가 중첩되며 외국 자본 이탈 유지
- 물론, 하반기 미국 금리 양등과 위안화 방어 부작용(역외 차입금리 의도적인 인상)이 중국 악재를 실제보다 과장시킨 부분도 존재
- 2024년 경제와 증시 괴리를 축소시킬 세 가지 변화, ①중앙정부 레버리징(ROE), ②부동산 연착륙(CDS프리미엄), ③미중 관계 개선 주목

중국 CDS프리미엄, 경제정책 불확실성 지수, 미중 금리차 VS 주가와 외국인

‘경상수지+FDI+주식·채권’ GDP 비중 VS 환율



자료: CEIC, Wind, 하나증권

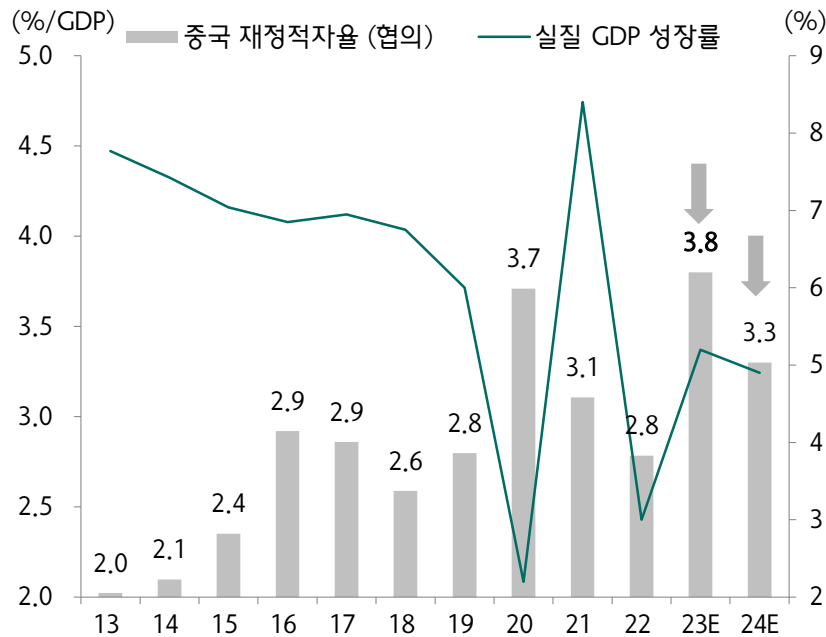


자료: CEIC, Wind, 하나증권

[결자해지] 2024년 변화 ① 중앙정부 레버리징 재개

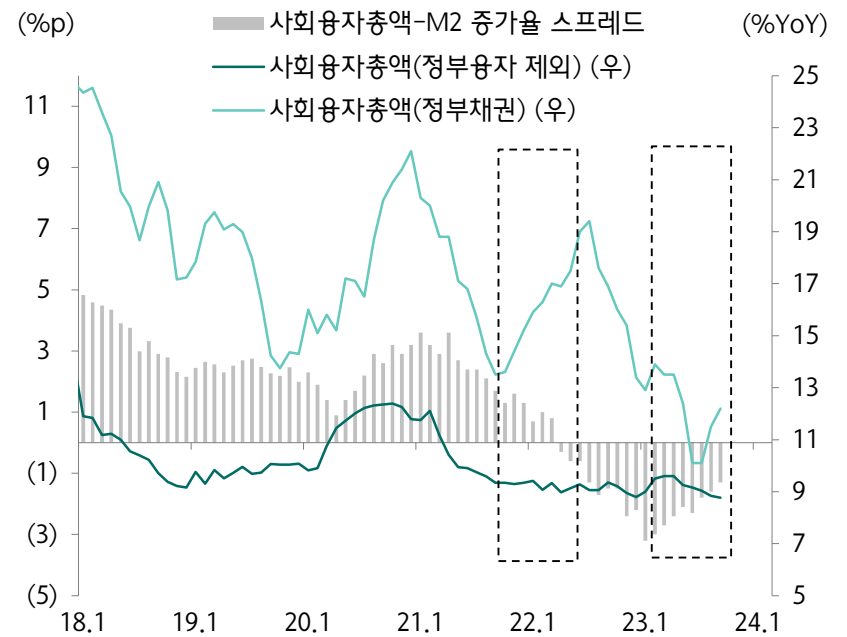
- 2024년을 앞두고 미국 금리 하락 지연과 내부 정책 효과 제고를 위해 중앙정부는 다시 레버리징을 선택, 실물경제와 중시 회복 견인 시도
- 2023년 중앙정부는 자생적인 회복과 대외 불확실성 해소를 관망하며 소극적인 행보. 다만, 10월 1조위안 특별국채 발행 결정이 변곡점
- 금번 결정의 시사점은 ①역대 네번째 4/4분기 추경은 본격적인 중앙정부 레버리징과 재정정책 중시 암시, ②2023년 재정적자 3.8%/GDP는 2020년을 상회, 2024년 5%이상 성장 목표와 상반기 집중 집행 예고, ③2024년 대내외 불확실성 인식과 통화/부동산 부양책 매칭 암시

중국 재정적자율(협의) 추이와 실질GDP 성장률 추이 : 2023년 3.8%/GDP



주: 2024년은 당사 전망치
자료: CEIC, Wind, 하나증권

사회용자총액-M2 스프레드(정책 효과) vs 사회용자총액 정부 및 비정부 증가율

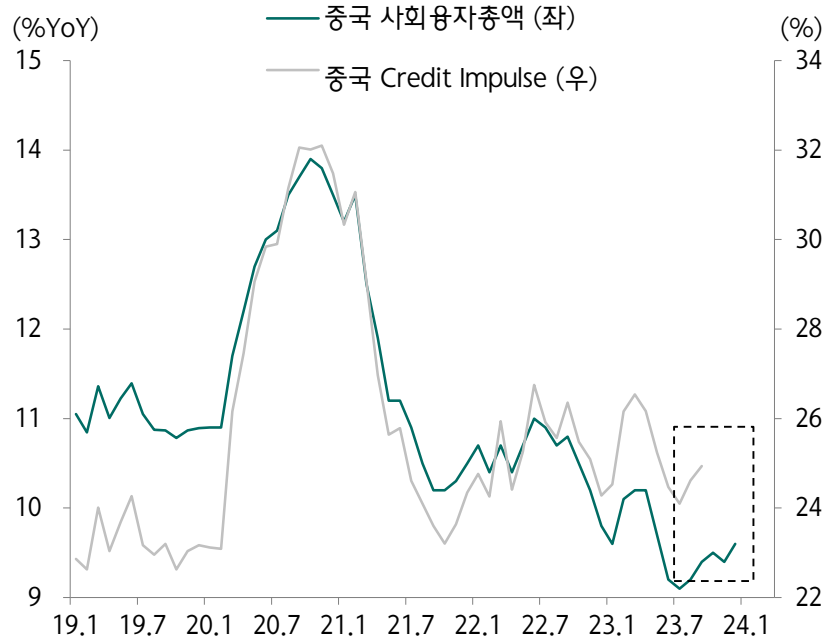


자료: CEIC, Wind, 하나증권

[결자해지] 2024년 변화 ① 중앙정부 레버리징 재개

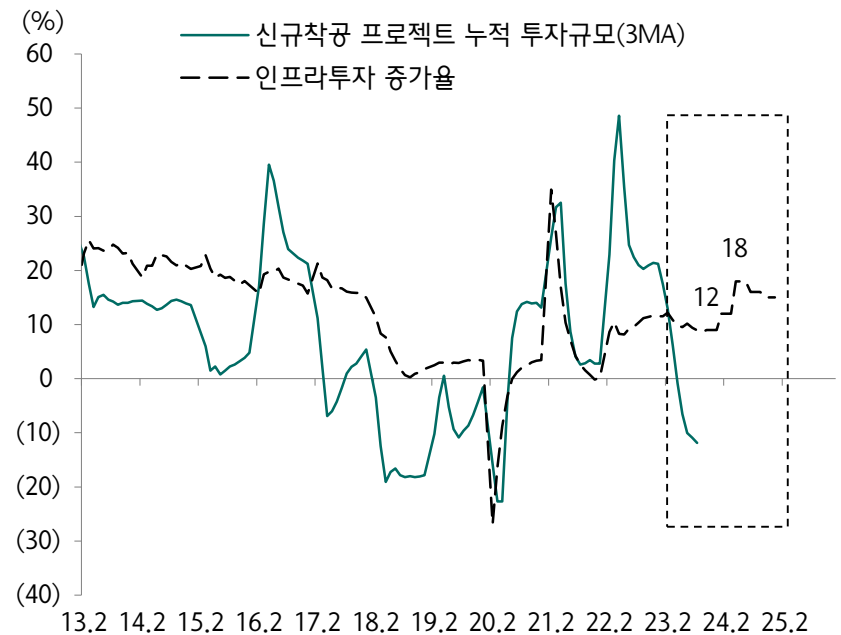
- 특별국채 발행 효과는 2024년 명목 GDP 약 0.8%p, 사회용자총액(정부채) +0.5%p, 2024년 인프라 투자 증가율 +4%~6%p 견인 효과
- 4/4분기 지방정부 부채 경감 위한 특수재용자 채권(최대 1.5조위안), 지방 특수채 한도 조기하달(0.8조위안)과 함께 상반기 집행 극대화
- 향후 6개월간 통화정책(지준율/금리 인하), 부동산 부양책(1선 도시 완화/공급자 규제 완화), 중시 부양책(장기자금/홍콩) 매칭 가능성 주목

중국 사회용자총액 증가율 예상(4Q23) VS 중국 Credit Impulse 추이



주 : 2023년 4/4분기는 당사 전망치
자료: CEIC, Wind, 하나증권

2024년 중국 인프라 투자 증가율 예상 : 연간 15% 증가, 실제 집행력 제고

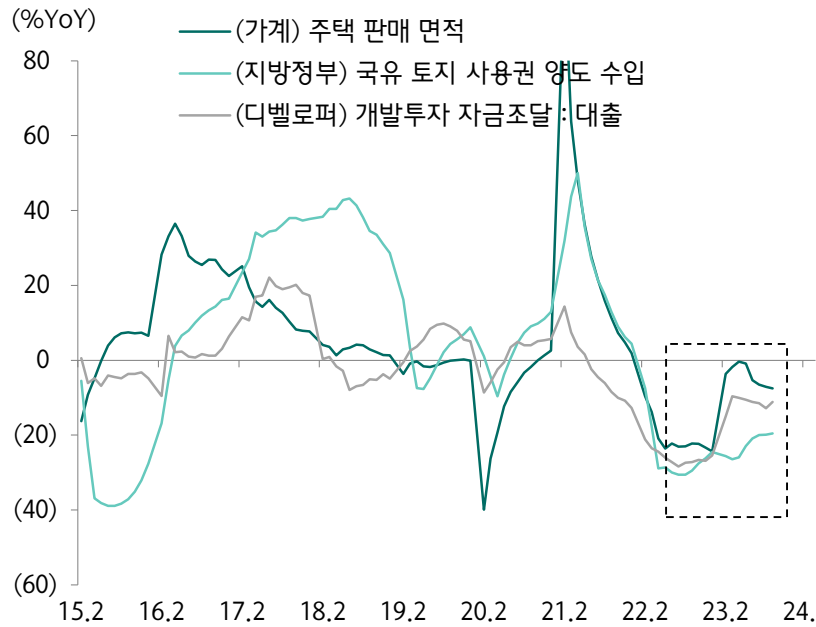


주 : 2024년 인프라투자 증가율은 당사 전망치
자료: CEIC, Wind, 하나증권

[결자해지] 2024년 변화 ② 부동산 경기 연착륙 : 2023년 회고

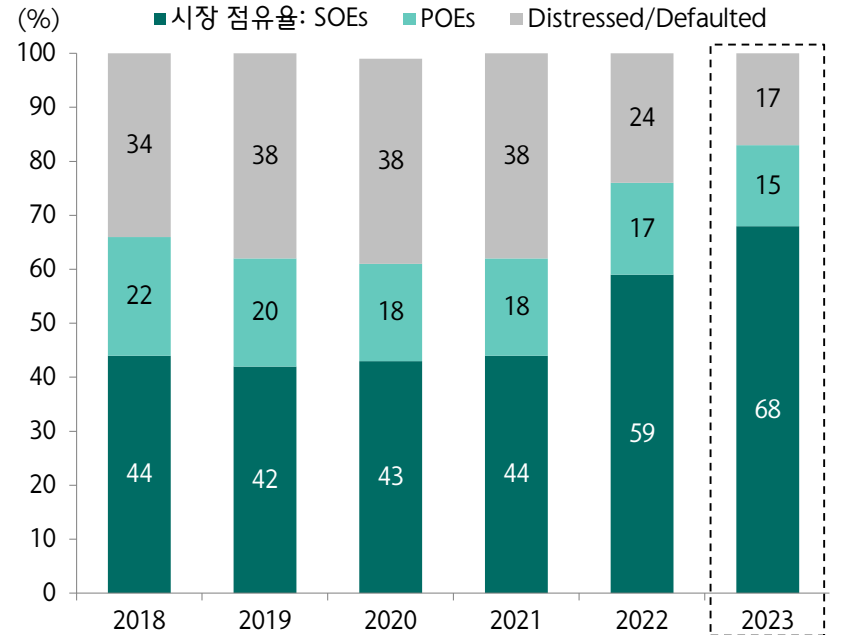
- 3/4분기 부동산 부양책 효과는 핵심 지표인 주택거래의 20-30%대 감소세를 일부 축소시키는 효과에 그치고 있음 (9-10월 성수기)
- 여전히 1선 도시, 기존 주택(중고/후분양), 국영기업 중심의 회복세. 특히, 공급자 신뢰 문제로 기존 주택 회복세가 압도 (1-9월 YoY+15%)
- 3/4분기 지방정부 토지 관련 재정수입(1-9월 YoY-19.8%)과 디벨로퍼 자금조달(대출) 및 신규 착공 지표는 회복보다는 저점 확인 수준
- 2024년 주택거래 회복과 공급자 용자 문제 관련 정책 시그널이 없다면 질서정연한 구조조정은 어려울 수 있음

중국 부동산 3대 주체 핵심 지표 : 3/4분기 최악은 통과, 반등은 제한적



자료: CEIC, Wind, 하나증권

중국 디벨로퍼 시장 점유율 변화 : 중국 수요와 신용은 자연스레 국영에 집중



자료: CEIC, Wind, 하나증권

[결자해지] 2024년 변화 ② 부동산 경기 연착륙 : 주택거래는 중장기 실수요의 하단 근접

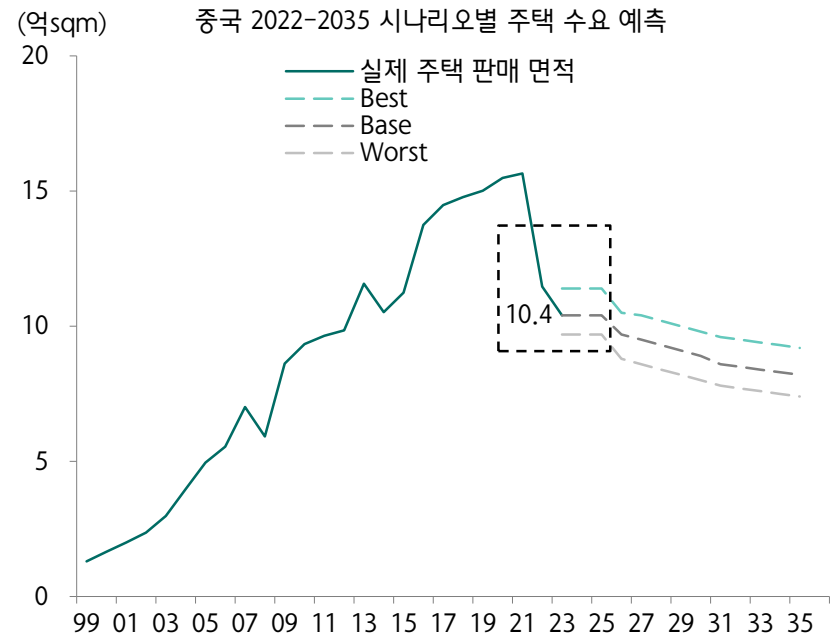
- 우리는 가계 투자심리와 공급자 문제에도 불구하고 2023년말 기준 중국 주택 수요(거래면적)가 중장기 추세의 저점에 도달했다고 판단
- 중국 현지에서 예상하는 인구, 도시화, 실수요, 고도화 수요 변수를 종합 고려한 향후 10년 주택거래 적정 수요는 약 10.7억sqm 전후
- 주택 거래가 2년간 급감하며 이미 2023년말 10.4억sqm까지 축소. 2024년 저금리와 부양책 기조를 감안할 때 보합(+2%) 수준 회복 예상

중국 향후 10년 주거용 주택거래 수요 예측

향후 10년 부동산 수요 예측						
기본 인구 수요	연도	총인구 (억명)		주택구매 적정인구 (30-55세/억)		
	2022	14.1		5.4		
	2023	14		4.8		
인구 유출입 실수요	상주 인구 기준 (호적+외지인)					
	연도	도시화율	도시 적정 인구율	적정 연령 인구 (억)	주택구매 비율	매년 실제 구매 인구
	2022	65.2	69	3.8	5	0.19
	2023	70.2	74	3.6	4	0.14
	호적 인구 기준					
	연도	도시화율	호적 비율	적정 연령 인구 (억)	도시 적정 호적 인구	매년 실제 구매 인구
	2022	47.2	72.4	2.7	6.9	0.19
2023	55	78.4	2.8	5.5	0.15	
고도화 수요	연도	1인당 주거면적 (sqm)		주거 면적 (억sqm)		1인당 구매 면적 (sqm)
	2022	38.6		355.4		61.3
	2023	43.6		427.4		69.2
최종 수요	연 평균 주택 구매면적 (억sqm)					
	연도	주거 인구		호적 인구		
	2022	11.5		11.5		
2023	9.8		10.7			

자료: 중국 신만궈원 추정치 인용, 하나증권

2025년까지 시나리오별 주택거래 수요 예측

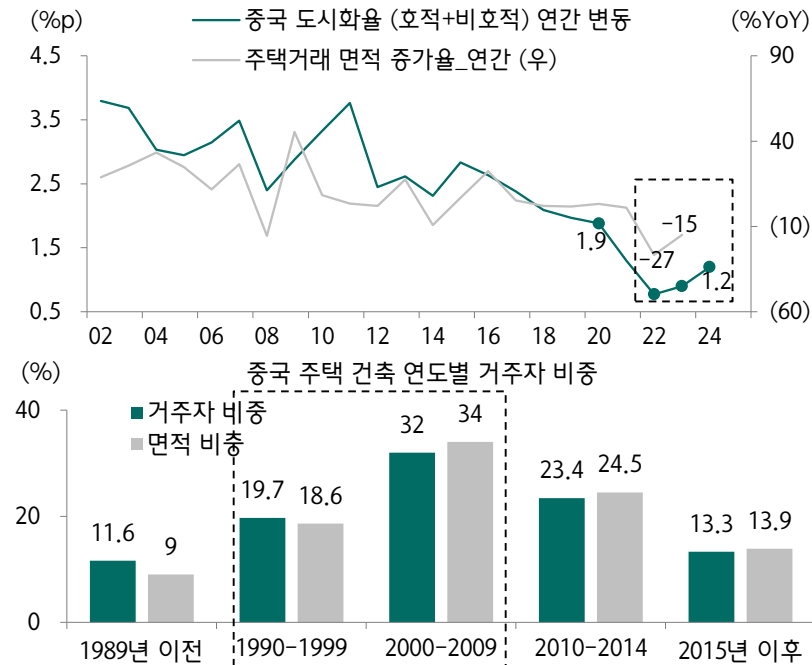


주: 2035년까지 당사 추정
자료: CEIC, Wind, 하나증권

[결자해지] 2024년 변화 ② 부동산 경기 연착륙 : 도시화와 재건축 수요 견재

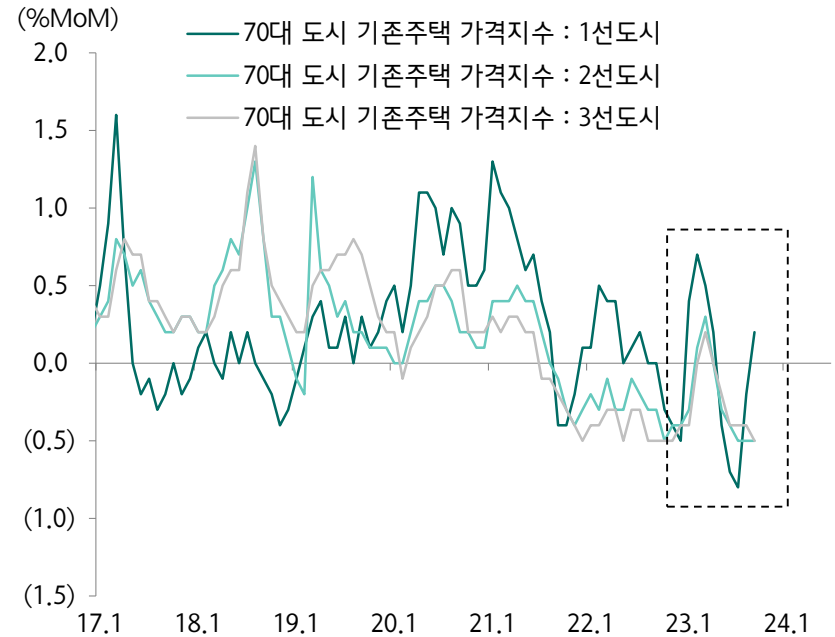
- 2024년 부동산 거래와 가격의 연착륙을 지지하는 요인은 다음과 같음
- 첫째, 중국 주택거래와 동행하는 상주인구 기준 도시화율이 팬데믹 3년간 급락(농민공 이탈) 이후 2023년-2024년 점차 회복
- 둘째, 2024년 중국 정부 재건축(성중촌) 프로젝트 강화와 구조적인 업그레이드 수요 (2000년 이전 구축 전체 40%)
- 셋째, 1선 도시 선제적인 회복세와 견인 효과, 1-2선 도시 2024년 하반기 공급 감소 효과(2021년 이후 신규착공 둔화) 등 기대

중국 도시화율과 주택거래 증가율 추이 vs 중국 주택 건축 구간별 비중



자료: CEIC, Wind, 하나증권

중국 70대 도시 기존주택 가격지수 전월비 추이 : 1선 도시 회복세 압도적



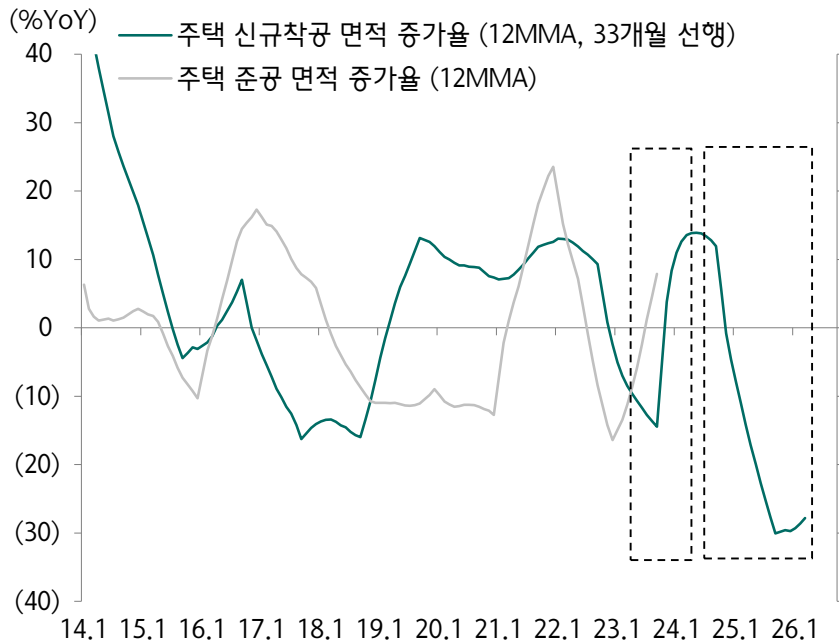
자료: CEIC, Wind, 하나증권

[결자해지] 2024년 변화 ② 부동산 경기 연착륙 : 공급자 대상 규제 일부 완화 예상

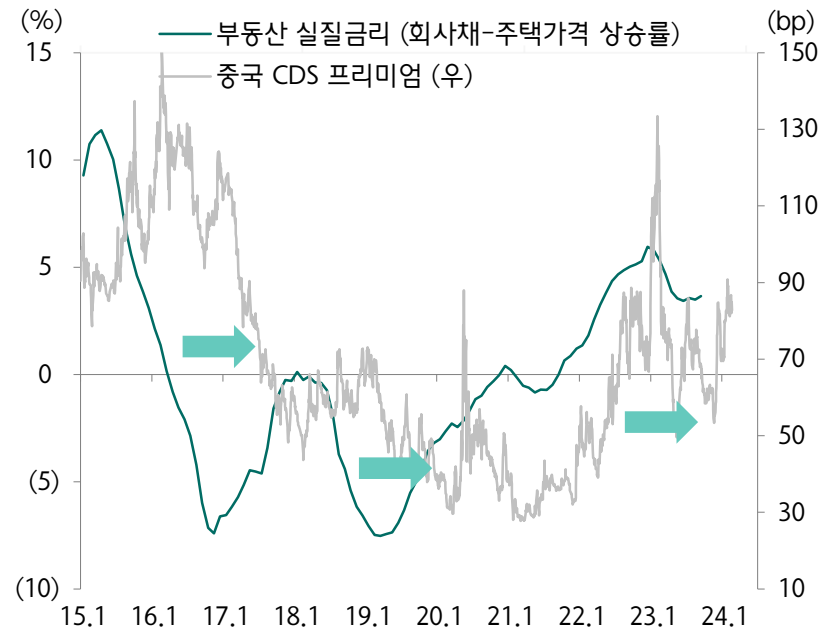
- 2024년 중국 부동산 공급은 여전히 준공과 입주가 핵심. 선행지표를 감안할 때 2024년 상반기 공급 안정적, 하반기부터 급감 시작
- 2021년 이후 디벨로퍼 프로젝트 부실 문제와 신규 착공 감소 영향 2024년부터 반영, 중국 정부 공급자 정책 역시 일부 완화를 예상
- 우리는 상반기 수요 정책은 모기지 금리와 1선 도시 추가 완화, 공급자 정책은 '세 가지 레드라인'과 '대출 집중도 관리' 일부 수정 예상
- 우리는 디벨로퍼 신용 위험이 1/4분기 정점을 통과(실질금리 하락)하고, 국유기업 중심의 구조조정이 향후 1-2년간 진행될 것으로 판단

주택 신규착공 면적 (약 3년 선행) VS 준공 면적 증가율 : 하반기 급락 시작

중국 부동산 실질금리와 CDS 프리미엄 추이 : 실질금리가 부도 위험 선행



자료: CEIC, Wind, 하나증권

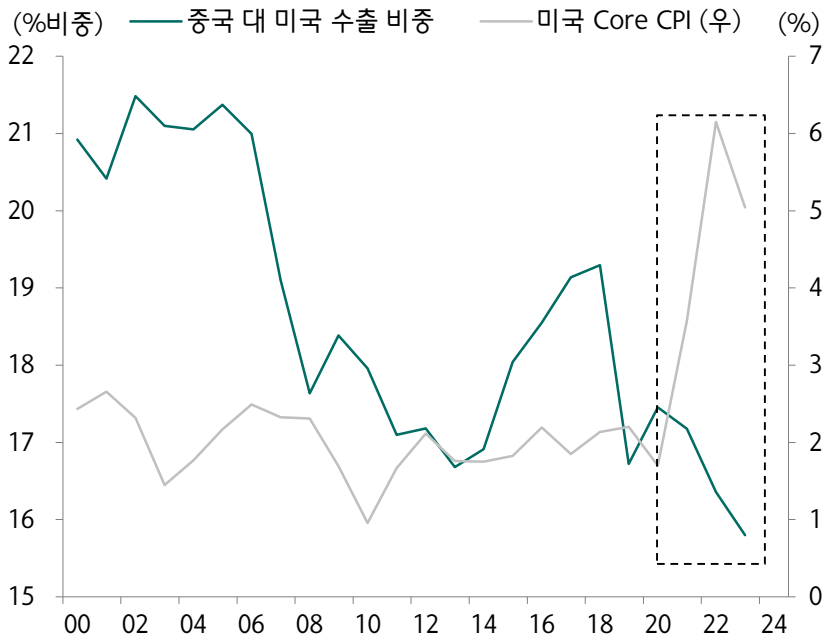


자료: CEIC, Wind, 하나증권

[결자해지] 2024년 변화 ③ 미중 긴장감 완화 : 포괄적인 정상화와 임시 휴전

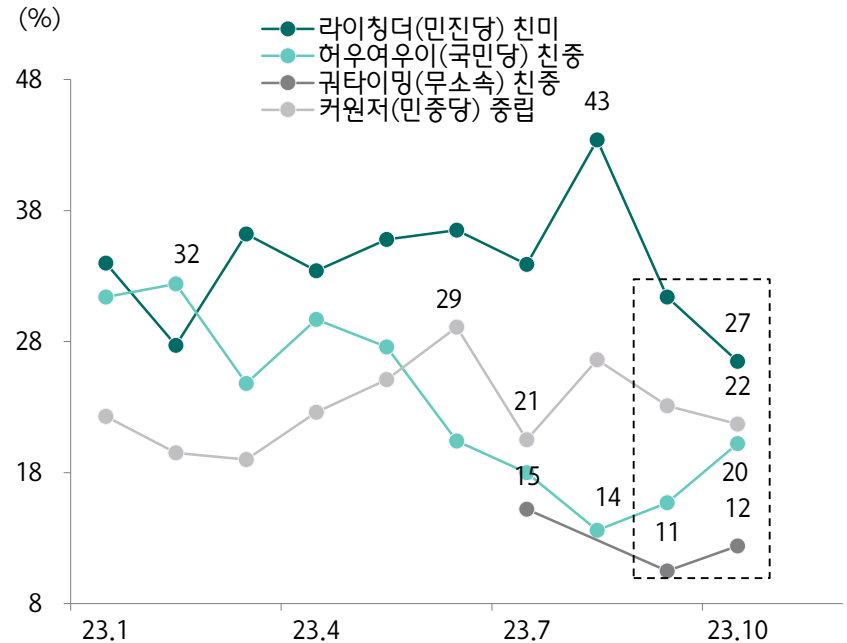
- 4/4분기 미중 정상회담과 소통 채널 복원을 계기로 2024년 미중 관계는 표면적/포괄적으로는 더 악화하지 않을 전망
- 미국의 수출 통제와 기술 제재가 더 고도화되고 있지만 양국의 무역, 외교, 군사, 인적교류, 기후 분야 협력은 2023년 대비 개선될 전망
- 특히, 미국은 중장기 리쇼어링 전략과 단기 물가 통제 사이에서 중국과의 무역을 현재 수요보다 더 낮게 유지하기 어렵다고 판단
- 상반기 대만 총통 선거(4/4분기 박빙)와 양안관계가 변수가 될 수 있으나, 미중 관계의 포괄적인 정상화는 중국 가계와 기업 회복에 영향

중국의 대미국 수출 비중 VS 미국 근원 물가 : 더 낮게 유지하기 어려울 것



자료: CEIC, Wind, 하나증권

대만 2024년 총통선거 후보 지지율 추이

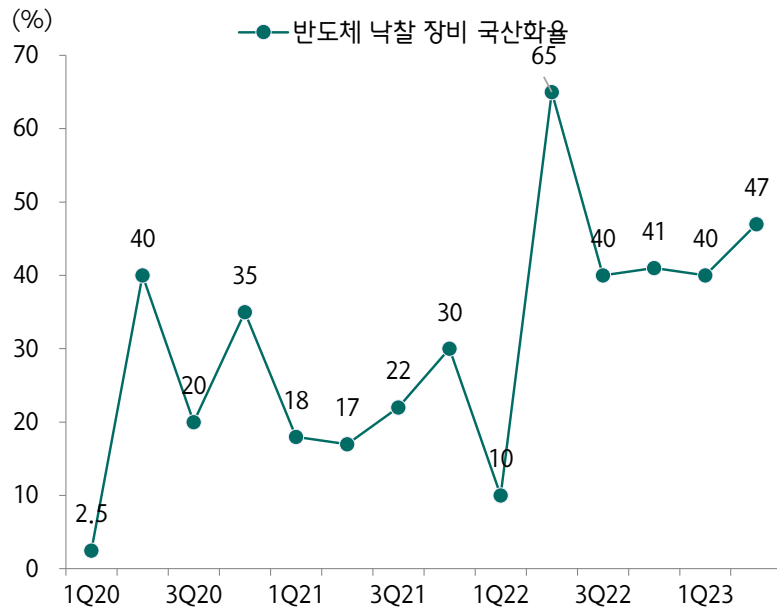


자료: 대만민의를금회(TPOF), 하나증권

[결자해지] 2024년 변화 ③ 미중 긴장감 완화 : 따로 또 같이

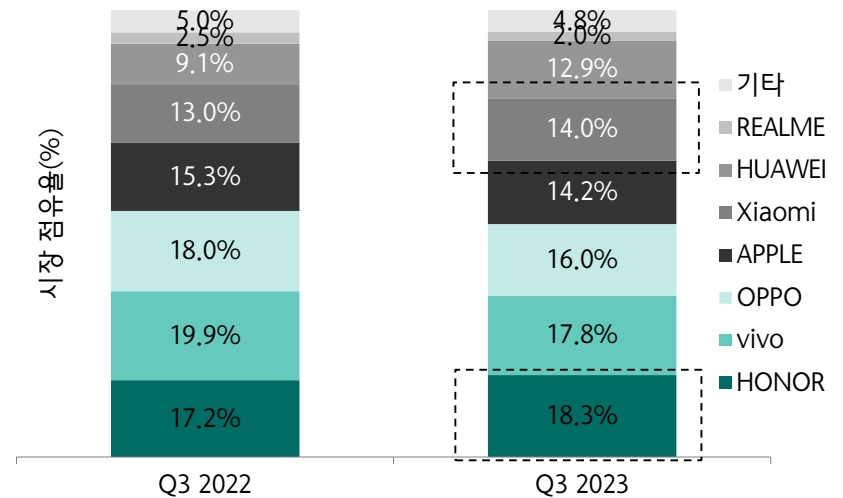
- 물론, 미국의 대중국 수출 통제 추세와 중국 국가 차원의 기술자립 정책 강화를 볼 때 2024년에도 기술 분야 제재와 대립 구도 유효
- 3/4분기 자체 개발 7nm 공정 칩을 탑재한 화웨이 Mate60 Pro출시를 계기로 중국의 대규모 양산 가능성과 미국의 대응 전략이 사례
- 중국은 2024년 기술자립 전략의 중간 점검 돌입, 새로운 지원 방식(자본시장/보조금)과 투자 전략 2/4분기 추가로 제시할 전망

중국 반도체 낙찰 장비 국산화율 추이



자료: 언론 기사, Chinabidding, 하나증권

중국 스마트폰 시장 점유율 (2022년 3/4분기 VS 2023년 3/4분기)



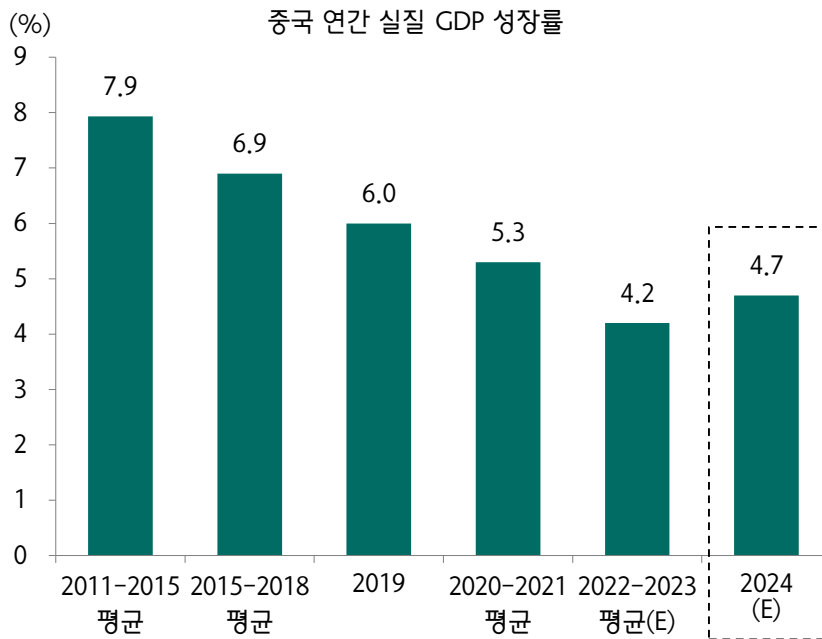
주: OPPO(OnePlus 포함), vivo (iQOO 포함), Xiaomi(Redmi, Black Shark 포함)

자료: Counterpoint, 하나증권

[후유증 극복] 두 가지 2년차 효과 : 경제에 좀 더 집중, 후유증에서 계속 탈피

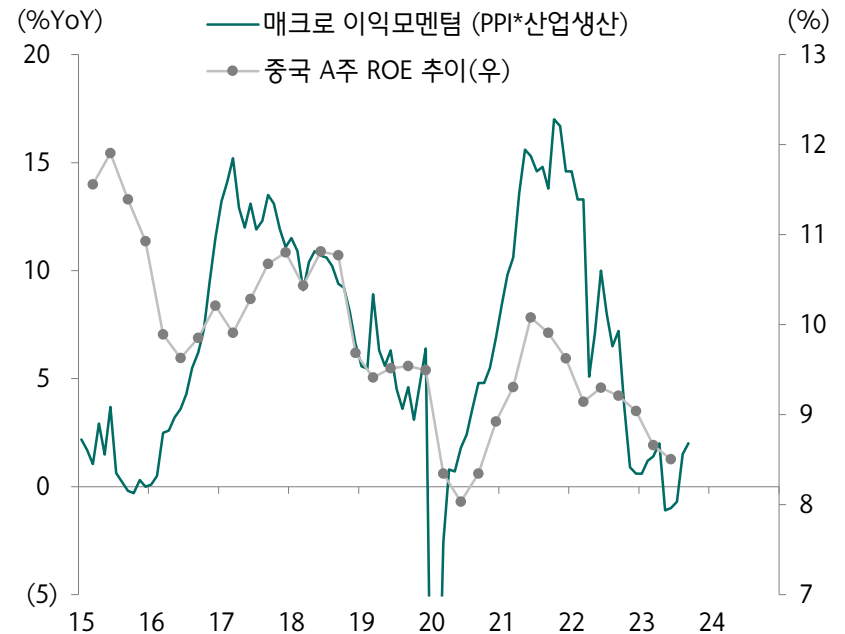
- 2024년 당20기/리오프닝 2년차 정책과 회복을 바탕으로 연간 4.7%-4.9% 성장 예상. 이는 2022-23년 평균 4.2% 성장 대비 완만한 반등
- 과거 5년 당 지도부 2년차 정책 패턴과 중앙 레버리징을 감안할 때 연간 5%전후 성장 목표를 설정하고 중장기 목표 하한선(CAGR 4.7%) 사수
- 리오프닝 2년차 가계 소비와 기업 재고 사이클은 팬데믹 후유증 계속 탈피, 부동산 악재 축소와 수출/내수 회복은 기업이익과 ROE 회복 유도
- 2024년 글로벌 수요와 고유가 등 불확실성 상존하나, 중국은 선제적인 자산 버블 축소와 재고조정, 낮은 금리 및 생산 비용이 방어 역할

중국 역대 구간별 실질GDP 성장률 추이 : 2024년 4.7%-4.9% 성장 전망



자료: CEIC, Wind, 하나증권

2023년 가격과 이익 신호 회복 시작, 2024년 ROE와 투자심리 완만한 반등



자료: CEIC, Wind, 하나증권

[후유증 극복] 두 가지 2년차 효과 ① 당 20기 3중 전회 이후 정책 변화

- 과거 5년 지도부 2년 차는 당 3중 전회(경제개혁)를 시작으로 경제 정책과 5개년 계획 준비에 집중, 주요 정부/실물경제 지표 반등 패턴
- 4/4분기 20기 3중 전회는 여전히 중국식 현대화를 핵심으로 기술자립(2030년)과 내수 회복 우선시하고 급진적인 정책 변화 제한될 것
- 19기에 제창했던 공동부유(부동산세 등)와 탄소중립 전략은 방향성만 유지한 가운데 2024년 내수(인구/소비)와 산업 고도화 전략 계속 강조
- 2024년 중앙정부 재정지출은 상반기에 집중 집행, 1/4분기 기준을 인하와 중장기 대출 확대, 부동산과 민영기업 정책 추가 완화 주목

중국 당 17기-20기 1-5년차 주요 경제 지표 증가율 변동

중국 당 1-5년차 경제 지표 증가율 변동폭 (당 17기-20기)				
(%p)	실질 GDP	명목 GDP	재정지출	소매판매
1년차	(1.4)	0.8	(3.7)	3.1
2년차	(1.6)	0.4	2.1	4.2
3년차	(0.5)	(4.6)	(2.5)	(3.0)
4년차	(1.0)	1.0	(0.6)	(3.4)
5년차	1.6	4.0	(2.7)	5.3

자료: CEIC, Wind, 하나증권

하반기-2024년 상반기 거시경제, 산업 부양책 및 이벤트

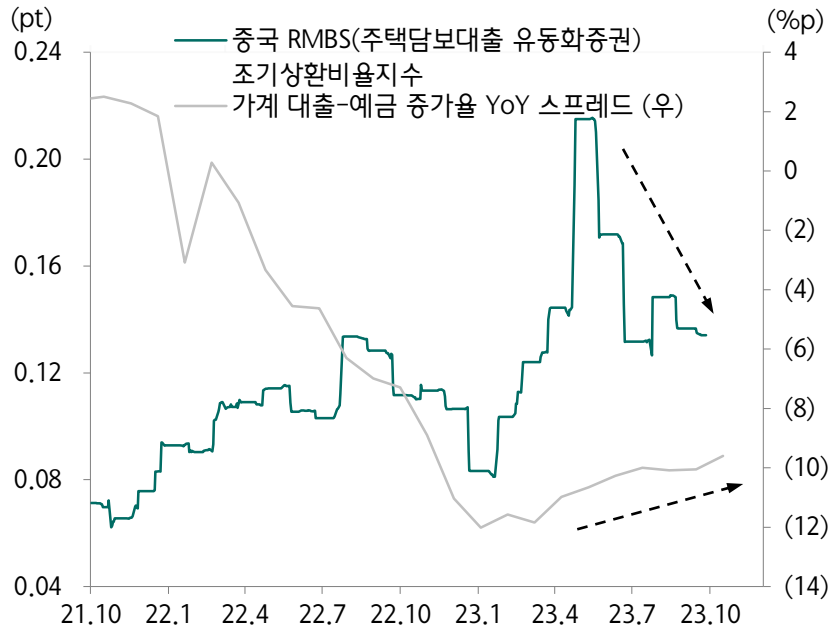
중국 2023년 거시경제, 산업 부양 정책 (2023년 2/4분기 이후~)		
내용	일자	세부내용
거시경제	09.01	인민은행, 시중은행 외환 지급준비율 200bp 인하. 역사상 세번째 결정
	10.24	전인대 상임위, 1조위안 국채 추가 발행 확정
	10.24	국무원, 지방 특수채 한도 조기 하달(약 0.5조위안) 확정
	10.25	10월 특수재용자 채권 발행 시작, 22개 지방정부 누적 발행 1조 위안 육박 (최대 1.5조)
부동산 중시	8.27	재정부, 증권거래 인지세 15년만에 인하 결정 증감회 중시 부양책 (IPO-중자 축소, 신용거래 담보 비율 인하)
	10.13	증감회, 공매도 대차 보증금 비율 상향, 상장사 주요 인사 주식 대차 취소 발표
	10.16 기준	-주택 구매 제한 완화 전면 폐지 15개 도시, 일부 폐지 22개 도시 -'무주택자 대출기록 무관 생애 첫 주택 간주' 정책 시행 도시 60+ -계약금 비율 조정, 기존 대출금리 인하 (9월/25일 시작-10월 완료)
산업	09.01	자동차 산업 성장 목표 발표. 23년 전기차 900만대 목표를 위한 정책 지원 시사
	09.02	23년 전기차 감세 1,150억위안 목표. ~27년 취득세 감면 효과 5,000억위안 예상
	09.22	시장관리감독국, 민영 경제 발전 촉진을 위한 22가지 조치 발표
	10.09	공신부 등 6개 부처 연합, <연산 인프라 고품질 발전 계획> 발표
10.13	상무부 등 부처, <자동차 애프터 마켓 고품질 발전 추진에 관한 지도 의견> 발표	
향후 6개월 정책 이벤트	11월	당 20기 3중 전회: 중국식 현대화, 기술자립, 내수회복, 디지털경제, 부동산, 자본시장
	12월	2024년 경제공작회의: 연간 5% 성장 목표 설정, 거시정책 '여유지조절' 유지 주목
	12월	중앙정치국회의 (거시정책 기초), 전국 금융공작회의(2024년 금융규제, 자본시장)
	1-2월	특별국채 발행과 집행: 지방정부 이전과 정부 투자 집행 시작
1-2월	지방 전인대: 리오프닝 2년차 핵심 목표 주목 (거시경제, 신형인프라, 부동산, 민영기업)	
3월	전인대 (양회): 연간 5%전후 성장 목표 제시, 재정적자와 핵심 목표 제시	

자료: CEIC, Wind, 하나증권

[후유증 극복] 두 가지 2년차 효과 ② 가계 디레버리징 완화, 재화 소비 꾸준히 회복

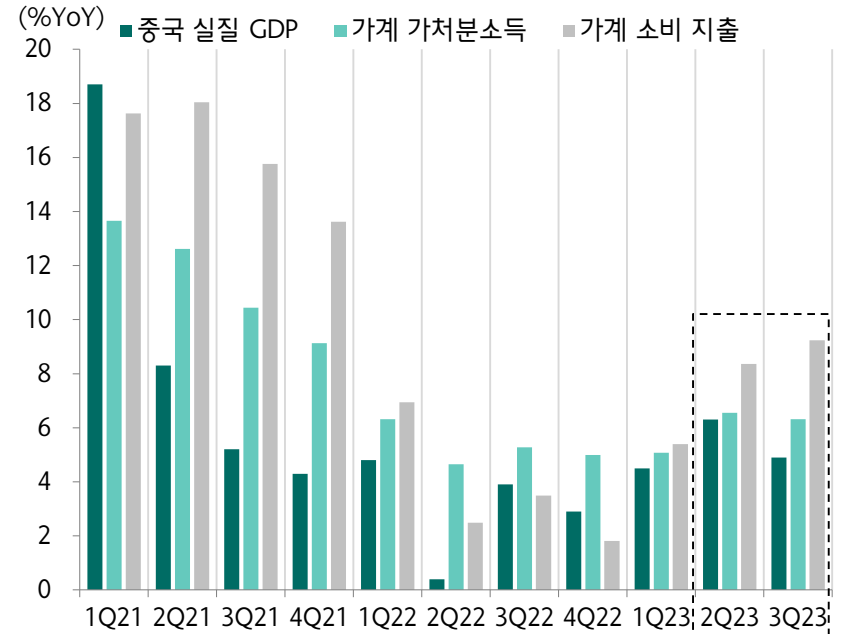
- 2023년 가계 디레버리징과 소비 축소 정점 통과, 2024년 역자산 효과 완화와 소비심리 및 재화소비 완만한 회복 전망
- 2023년 소비지출과 가처분 소득 2개 분기 연속 성장을 상회, 소비지출의 가처분 소득 비중 및 서비스 소비는 이미 2019년 레벨 회복
- 2024년 소매판매 연간 5%-6% 증가 예상. 중장년층(30-60세)과 블루컬러 고용 회복 지속, 2023년 서비스에서 2024년 재화소비 확산
- 다만, 2024년 중고가 내구재와 부동산 관련 재화 소비 회복하지만, 전체 소비재 회복은 여전히 P보다는 Q 중심으로 더 빠를 것

2024년 가계 디레버리징(대출-예금차 하락) 완화, 정책 효과 점차 반영



자료: CEIC, Wind, 하나증권

2023년 2/4분기 이후 가계 소득과 소비 지출 증가율이 성장률을 크게 상회

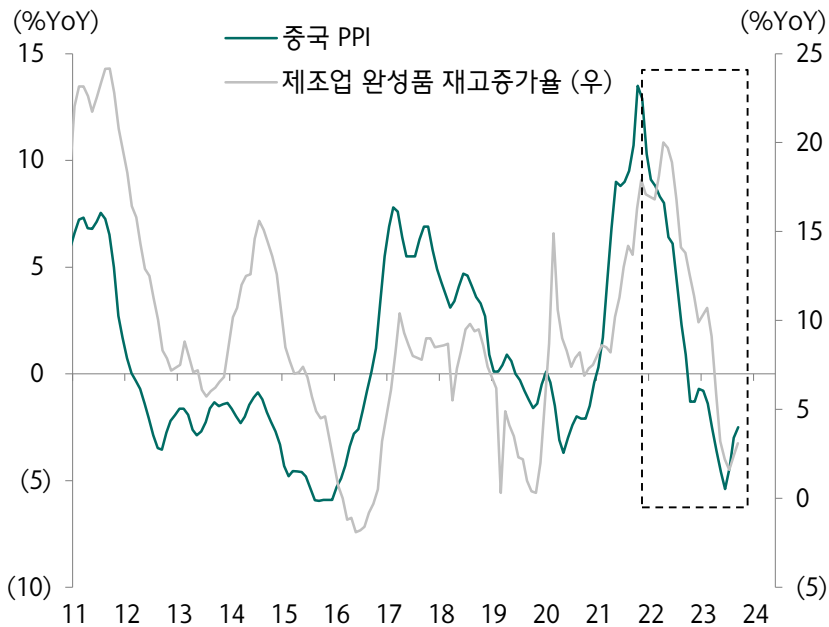


자료: CEIC, Wind, 하나증권

[후유증 극복] 두 가지 2년차 효과 ③ 기업 재고사이클 2년만에 회복, 관건은 수출

- 2024년 중국 기업 재고 사이클은 약 2년 만에 재고 투자로 전환될 전망. 주요국 중에서 제조업 출고가가격과 생산 지표 다시 선행 시작
- 다만, 2023년 하반기 PPI와 기업이익 회복 탄력을 볼 때 2024년 상반기 재고 사이클 강도는 여전히 완만할 것으로 판단
- 상반기 중국 인프라 투자와 소비 반등이 가시화되어도 재고 사이클의 탄력은 수출 경기의 방향성이 여전히 중요
- 2023년 하반기 제조업 평균 가동률(CAPA 사용률)은 연중 최고치까지 상승 : 전자통신, 화학, 에너지, 음식료, 가전 가동률 반등이 견인

중국 생산자물가는 제조업 재고 증가율을 약 3-6개월 선행



자료: CEIC, Wind, 하나증권

중국 및 글로벌 주요국 제조업 PMI 지수 추이 (2022년 1월~)

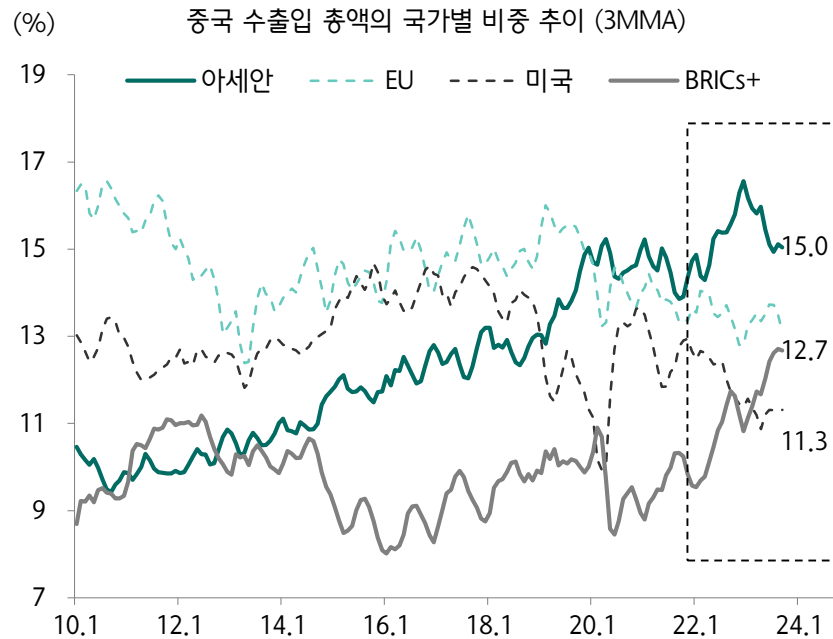


자료: CEIC, Wind, 하나증권

[후유증 극복] 두 가지 2년차 효과 ④ 수출 경기, 기다린 보람 (상반기)

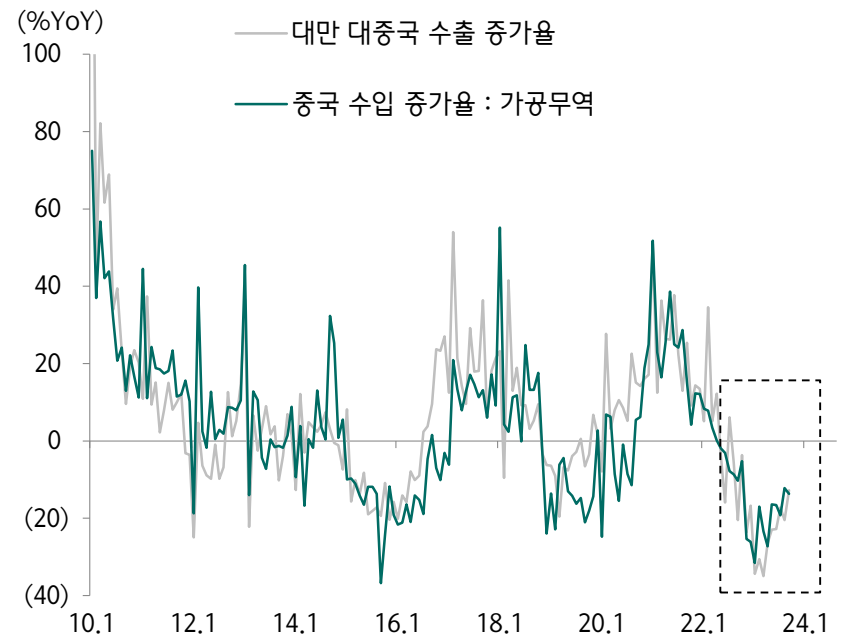
- 2024년 중국 수출 경기는 2023년 5%대 감소세에서 다시 증가세 전환 예상. 주요국 경기 패턴을 감안할 때 상반기 회복이 더 강할 것
- 상반기 수출은 ①선진국 소비재 수입 회복, ②아세안과 신흥국(일대일로) 비중 상승, ③재수출 회복(가공무역 수입), ④환율 효과 기대
- 네 가지 효과가 반영될 경우 상반기 고정투자율과 소비 반등과 함께 제조업 재고 투자 사이클 2년 만에 견인 예상

중국 주요 지역별 수출입 총액 비중 추이 : 선진국 저점 확인, 신흥국 상승



자료: CEIC, Wind, 하나증권

2022년 이후 가장 부진했던 가공무역용 수입 증가율 저점 반등 시작

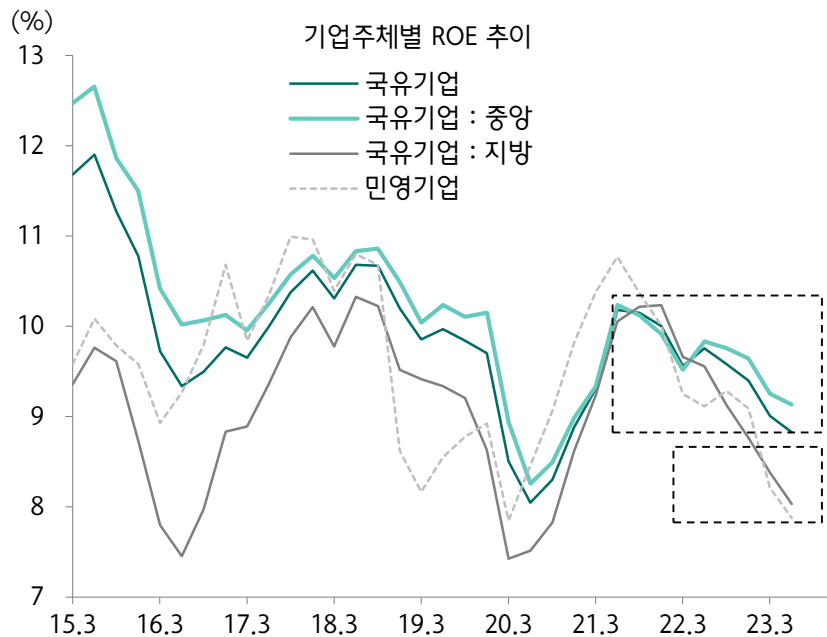


자료: CEIC, Wind, 하나증권

[중국식 효율] 완벽한 공급망과 국유화 전략을 통한 '구조적인' 저가 공세

- 우리는 2024년 최근 3년간 더 강화되고 있는 '중국식 공급망 효율' 전략의 글로벌 공급망 및 수출 시장 파급 효과 주목
- ①제조업 집착과 과잉 투자, ②통제가 쉬운 '국진민퇴(國進民退)' 전략, ③원재료 쟁탈과 공급망 장악, ④저가제품 밀어내기와 해외진출 강화
- 중국 수출/재고 사이클 회복이 국산화 대체, 공급망과 원재료 가격 우위를 통한 밀어내기일 경우 수출 경쟁국과 주요국 내수 시장에 영향 클 것
- 중국은 국유기업을 통한 일대일로 진출, 광물자원 통제 강화, 공격적인 해외투자 지원, 크로스보더 이커머스 확장 등 전략을 일관되게 유지

중국 기업 주체별 ROE 추이 : 국영기업이 민영기업을 압도적으로 상회



자료: CEIC, Wind, 하나증권

최근 10년 및 팬데믹 기간 중국 수출 품목별 비중 변화

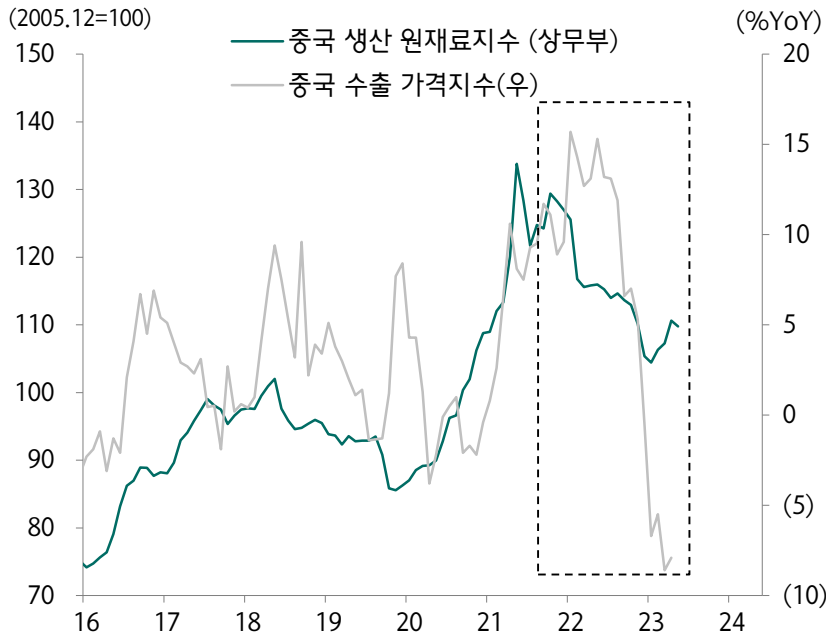
주요 수출품	중국 세관 분류 기준 수출 비중			수출 비중 변동	
	2010	2019	2022	2010-2019	2019-2022
플라스틱	1.18	1.93	3.02	0.75	1.09
자동차	0.40	0.61	1.69	0.22	1.07
배터리	0.41	0.66	1.56	0.25	0.90
철강	2.33	2.15	2.70	(0.18)	0.55
태양광 배터리	-	0.77	1.30	-	0.53
반도체 부품	1.92	1.28	1.81	(0.63)	0.52
강판	1.23	1.11	1.55	(0.12)	0.45
집적회로	1.85	4.06	4.31	2.21	0.25
자동차 부품	1.18	2.12	2.27	0.94	0.15
컨테이너	0.46	0.27	0.41	(0.19)	0.14
화물차	0.15	0.12	0.24	(0.03)	0.12
알루미늄	0.58	0.61	0.73	0.03	0.12

자료: CEIC, 하나증권

[중국식 효율] 완벽한 공급망과 국유화 전략을 통한 '구조적인' 저가 공세 : 원재료 쟁탈

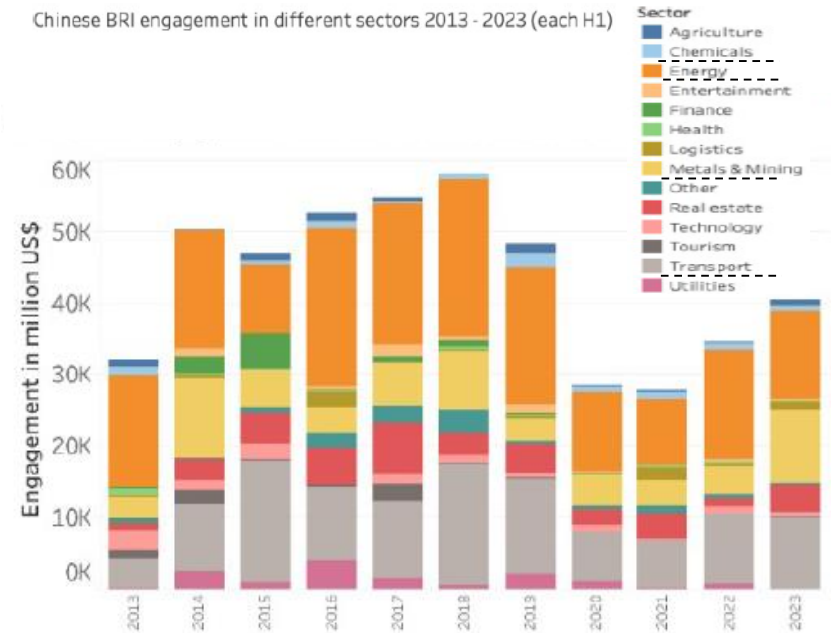
- 일대일로 10년간(2013-2023년) 중국기업의 중앙아시아, 중동, BRICS+ 지역 투자 상위 분야는 모두 에너지, 광물, 교통운수 영역에 집중
- 2023년 중국 비금융 분야 ODI(해외직접투자)는 YoY+18.7% 증가하며 감소세인 FDI 추월, 1-9월 일대일로 관련 투자는 YoY+27.7% 급증
- 내부적으로 탄소중립 속도조절과 전통/신재생 에너지 투자 병행, 에너지 수입 다변화 통해 원재료 가격을 계속 낮게 유지하려는 모습

중국 생산 원재료지수 VS 중국 수출 가격지수 : 2022년 이후 동반 급락



자료: CEIC, Wind, 하나증권

중국 일대일로 10년 주요 산업별 투자 규모 (2013년-2023년 상반기)

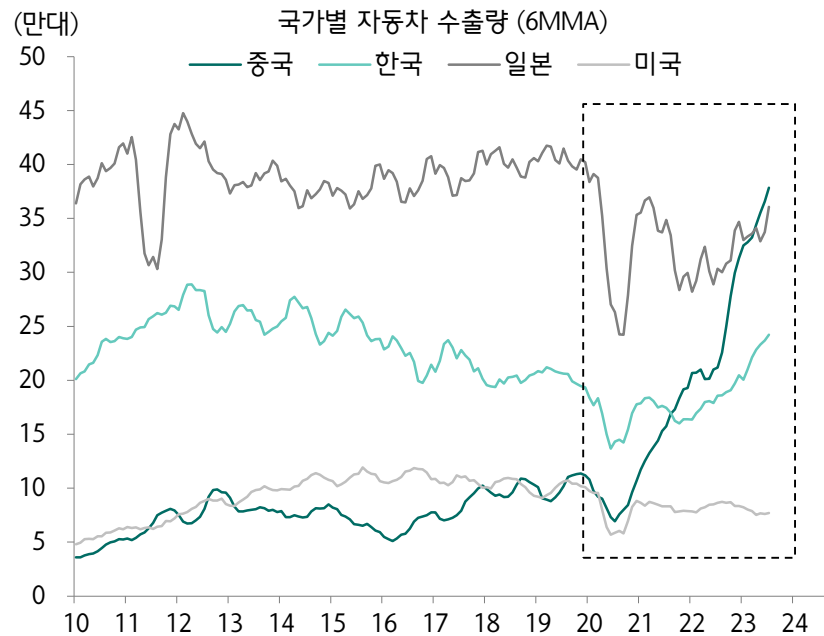


자료: 중국 복단대학녹색금융발전센터, 하나증권

[중국식 효율] 완벽한 공급망과 국유화 전략을 통한 '구조적인' 저가 공세 : 수출 경쟁력

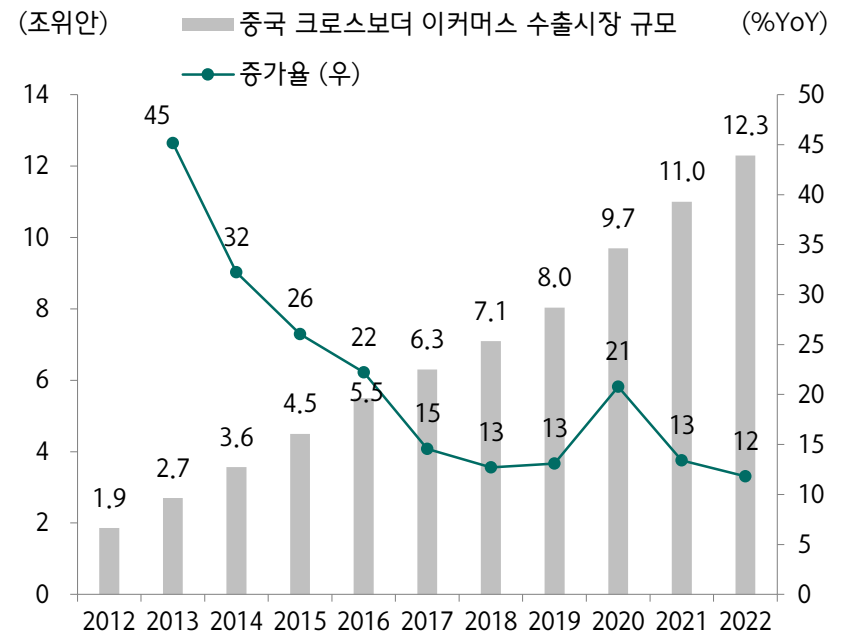
- 미국과 유로 중국 배제 전략이 강화되고 있지만, 중국 기업의 우회 전략은 더 다양한 국가와 제품군에서 확대되며 경쟁력 유지중
- 중국 수출에서 자동차, 태양광, 리튬, 조선, 반도체 수출 비중 이미 15%에 육박. 크로스보더 이커머스 수출 금액은 GDP 10%까지 상승
- 2019년 이후 첨단 제조업의 고정투자가 생산/매출 크게 상회하면서 일부 산업 공급과잉과 밀어내기 압력 장기화될 수 있다는 점 경계

주요 국가별 자동차 수출량 : 2023년 중국 수출이 1위



자료: CEIC, Wind, 하나증권

중국 크로스보더 이커머스 수출시장 규모 : 10년간 6배 증가

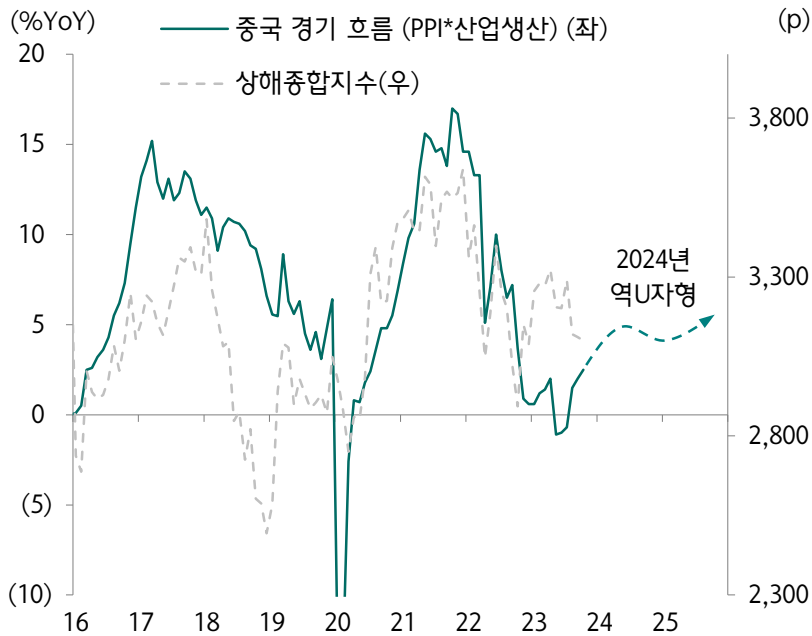


자료: CEIC, Wind, 하나증권

[전략] ① 2024년 다섯가지 '상고하자' 모멘텀 주목

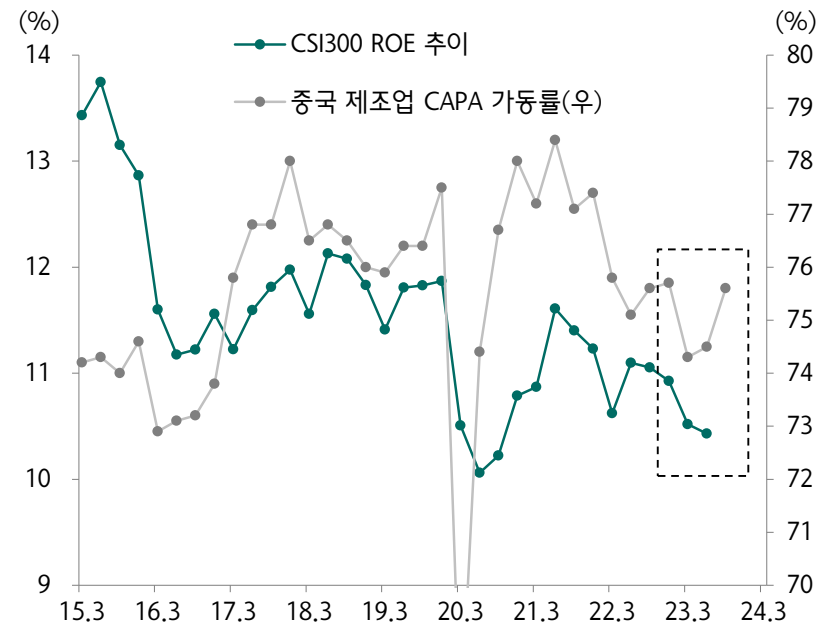
- 2024년 중국 경기는 역U자형 패턴 예상, 2년차 효과와 함께 상반기 정책 집행 포함 5대 상고하자 모멘텀 주목
- 모멘텀 측면에서 2024년 중앙정부 재정집행, 고정투자(인프라/부동산), 재고사이클, 수출회복 탄력, 미중 관계 모두 상고하자 패턴 예상
- 상반기 중장기 대출(가계/기업)과 기업이익(ROE) 반등, 부동산과 미중 관계 연착륙, 수출과 재고 사이클 회복 통해 China Play 점차 회복

2024년 중국 경기 역U자형 패턴 예상, 상반기 모멘텀 회복 주목



자료: CEIC, Wind, 하나증권

상반기 중장기 대출과 기업이익(ROE) 반등, 중국 자산군 점차 회복

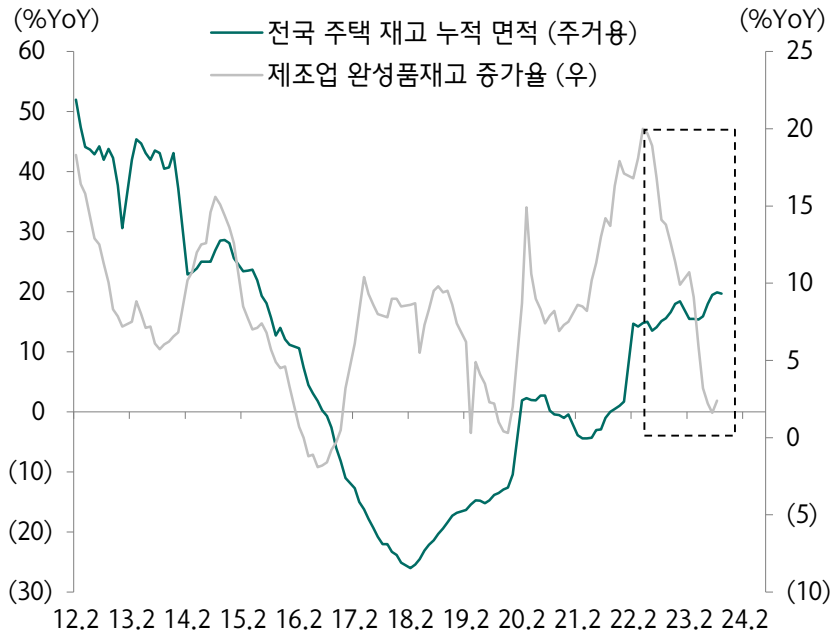


자료: CEIC, Wind, 하나증권

[전략] ② 상반기 제조업과 고정투자 주목, 2/4분기 이후 소비 업종 수익성 회복

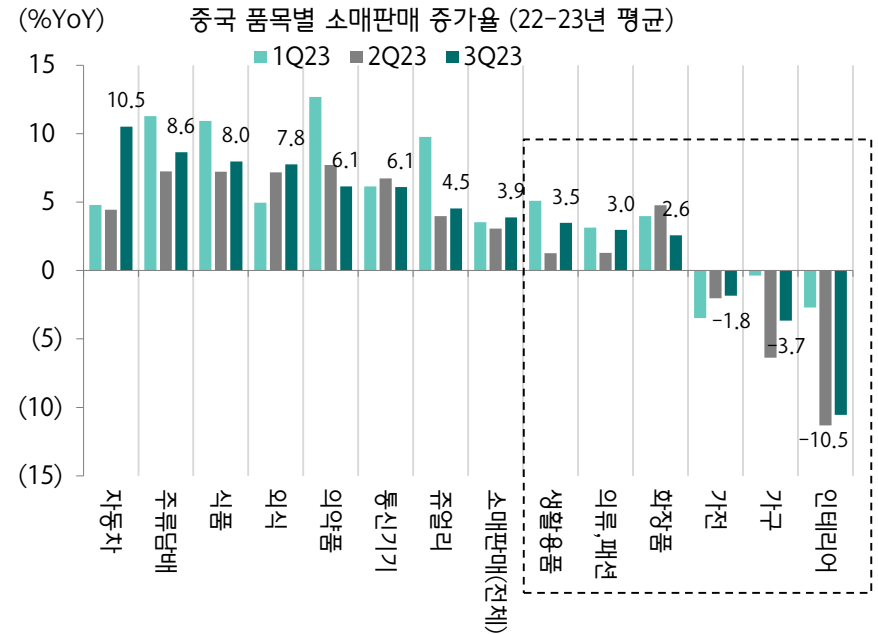
- 상반기 중국 제조업 재고 사이클 선두 업종(자동차/통신전자/화학/기계)과 고정투자(전통/신형 인프라) 모멘텀 주목
- 2/4분기부터 소비주 모멘텀 강화, 2023년 감소한 부동산 관련 내구재 소비(가전/인테리어/자동차)와 전자상거래/서비스업 수익성 반등

상반기 중국 제조업과 고정투자 모멘텀 우위, 2/4분기 이후 소비재



자료: CEIC, Wind, 하나증권

2023년 품목별 소매판매 증가율: 2024년 부동산 관련 내구재 회복

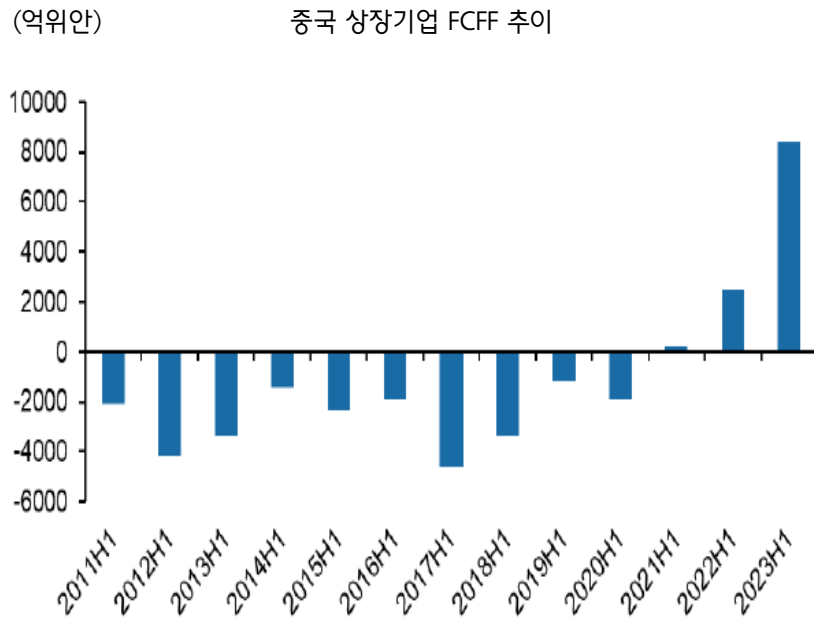


자료: CEIC, Wind, 하나증권

[전략] ③ 중국 최근 2년간 누적된 현금이 2024년 CAPEX로 전환될 업종

- 2023년 중국 상장기업(비금융) 잉여현금은 역대 최고 기록, 2024년 이익/재고 사이클 저점 반등과 함께 투자 선두 업종 주목
- 2024년 업황 사이클 측면에서 중국 반도체, 디스플레이, 조선, 통신, 의류, 가전, 외식, 콘텐츠 업종 CAPEX 확장 전망

2023년 상반기 중국 상장기업(비금융) FCFF 역대 최고 기록



자료: CEIC, Wind, 하나증권

중국 5대 신소비 분야 투자 CAPEX 증가 주목

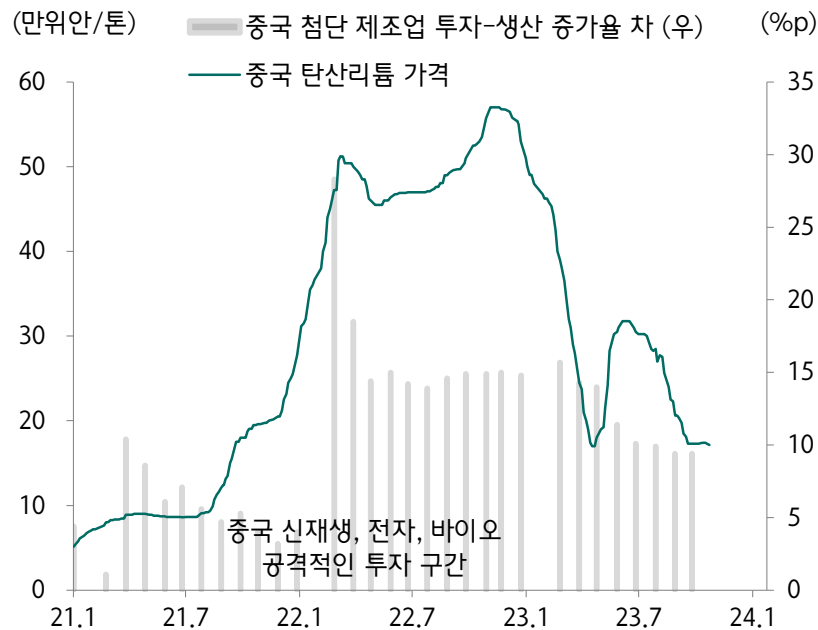
5대 역량	세부 방향		세부 분야	대표 종목
인구	출생률 감소	고령화	중의약, 헬스케어	동인당
	유동인구 증가	핵가족화	청소기, 빔프로젝터	SUPOR
	세대 교체	Z세대	라이브커머스, 밀키트	안정식품
기술	5G	IoT	웨어러블 기기	아이플라이텍
	AI	서비스 향상	무인판매, XR	BOE
신소비 (新消費)	탄소중립	저탄소화	신에너지차	CATL
애국소비	내수소비	자국 브랜드	녹색 가전	메이디
	문화		화장품, 콘텐츠 IP	망고슈퍼 미디어
글로벌	상순환	무역	크로스보더 이커머스	중국중면
		국제화 산업	의류, 전자	트랜션

자료: CEIC, Wind, 하나증권

[전략] ④ 중국 회복은 여전히 Q 중심, 저가 공급 피해/수혜 업종 균형감 필요

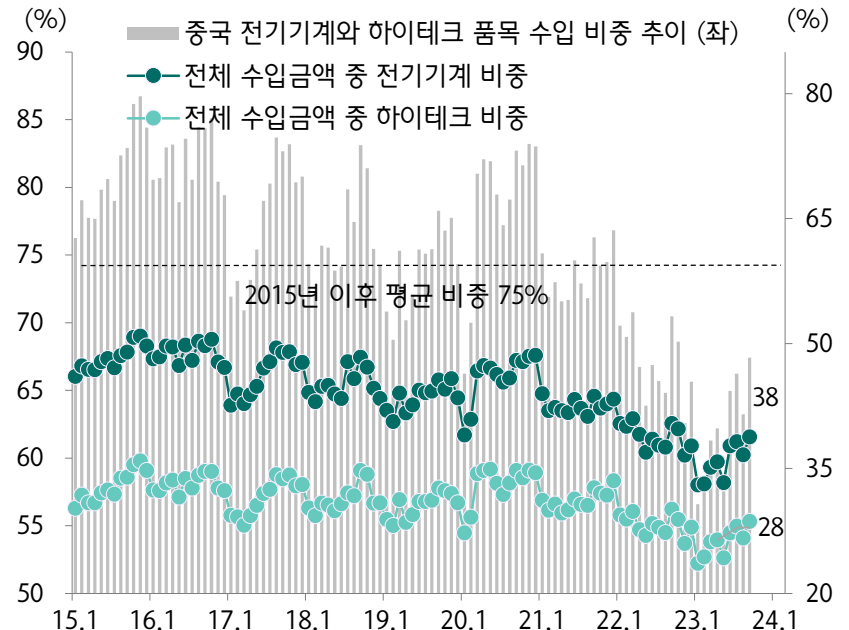
- 2024년 중국 모멘텀 회복은 여전히 P보다는 Q 상승이 우위. 중국 밸류체인 혹은 경쟁국은 저가 공세 피해/수혜 업종 양극화 유지될 것
- 중간재/가공무역/하이테크 품목 수입 비중은 공급망 해외 진출과 국산화 대체로 2022년 급락 이후 반등 시작했지만 여전히 평균의 절반
- 2024년 중국 수입과 재고 사이클 회복할 것이나 글로벌 시장에서 중국과 경합도 높은 품목(국가)은 여전히 수요보다 공급이 더 관건
- 팬데믹 기간 한중 수출 경합도 더 높아진 자동차, 배터리, 섬유, 철강비철은 중국발 Q 회복과 해외시장 밸런스(공급) 고려할 필요

중국 첨단 제조업 투자-생산 차(과잉투자) VS 중국 탄산리튬 가격 추이



자료: CEIC, Wind, 하나증권

중국 전기기계와 첨단 제품 수입 비중 추이 : 저점 반등 시작, 평균과는 괴리

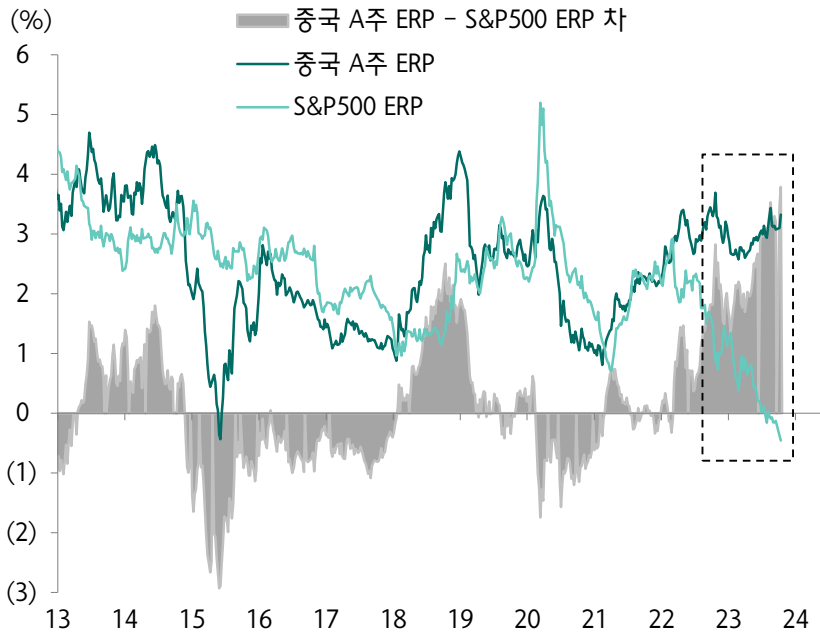


자료: CEIC, Wind, 하나증권

[중화권 증시] 상대적인 강점 2023년 대비 부각, 멀티플과 이익 상승 점차 반영

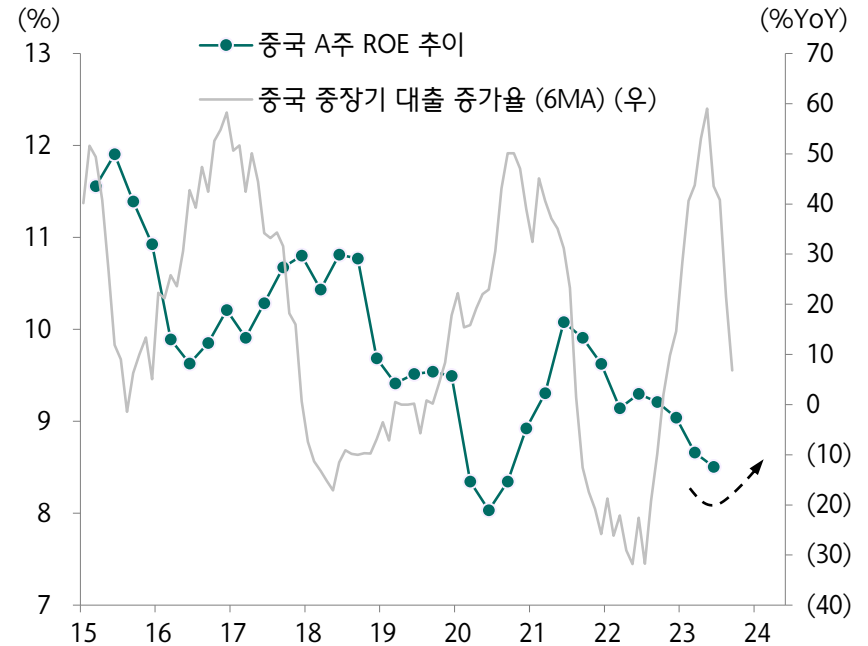
- 2024년 구조적인 문제와 사이클 회복 점차 분리, 미국 금리 상승에 가려진 상대적인 강점(사이클/금리/가격/안정성)이 2023년 대비 부각
- 두 가지 2년차 효과가 반영되는 상반기부터 실물경제와 기업이익(ROE)의 완만한 상승 및 정책 모멘텀이 증시 회복을 견인
- 하반기 이후 실물경제, 장기금리, 실질 환율 상승과의 괴리는 점차 축소, 미중 ERP의 극단적인 양극화 역시 계속 축소될 것
- 상반기 세 가지 변화(중앙정부/부동산/미중관계)를 통해 멀티플 하락 중단, 상반기 기업이익 반등을 지수가 점진적으로 반영할 수 있음

중국과 미국 증시 리스크 프리미엄(ERP) 추이



자료: CEIC, Wind, 하나증권

중국 증시 ROE 추이와 은행권 중장기 대출 증가율

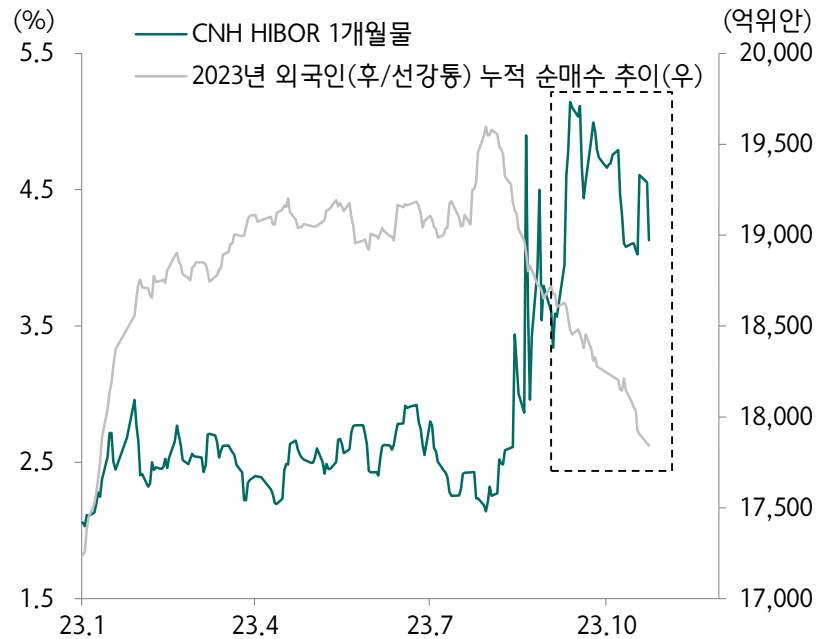


자료: CEIC, Wind, 하나증권

[중화권 증시] 상대적인 강점 2023년 대비 부각, 멀티플과 이익 상승 점차 반영

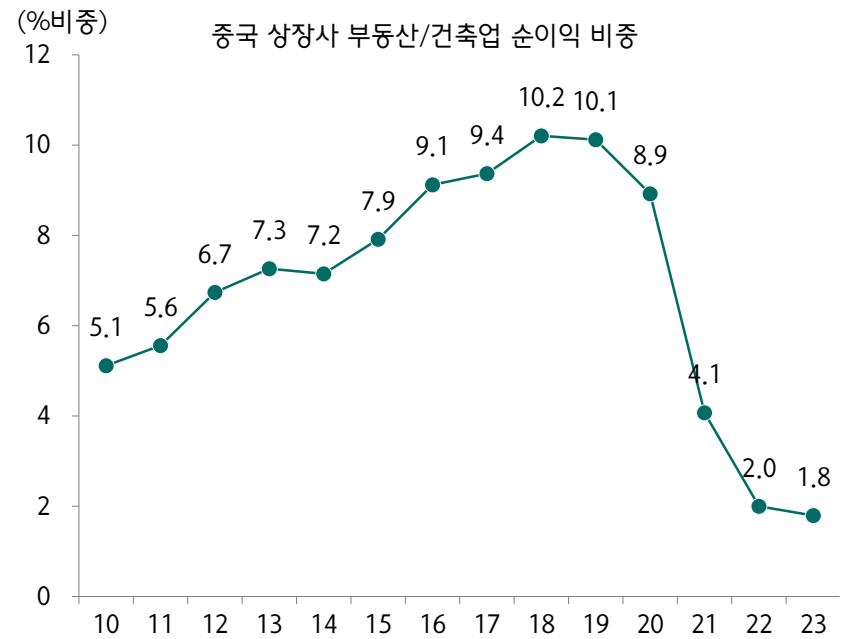
- 2024년 중국 펀더멘털과 정책 측면에서 대외 악재에 대한 방어력 점차 회복, 상반기 ‘정책-투심-경제-수급-이익’순 상승 다시 시도
- 중장기 성장성(경제/이익) 우려와 외국인 이탈 악재는 상반기 정책과 대외환경 개선을 통해 로컬 자금이 먼저 회복, 외국인 2/4분기부터 복귀
- 미국 금리와 신용 위험, 지정학적 긴장감, 부동산 신용위험은 1/4분기 정점으로 점차 축소 예상. 중국 부동산의 실적 영향은 선제적으로 반영
- 2023년 역외 환율 방어가 홍콩 자본시장에 악재로 반영. 2024년 미국발 시스템 위험 없다면 홍콩 증시가 중국 본토 대비 상대 우위 관점 유지

역외 위안화 차입금리 vs 본토 외국인 순매수 : 환율 방어 후유증



자료: CEIC, Wind, 하나증권

중국 증시 부동산/건축업 관련 업종 순이익 비중 (2010년~2023년)

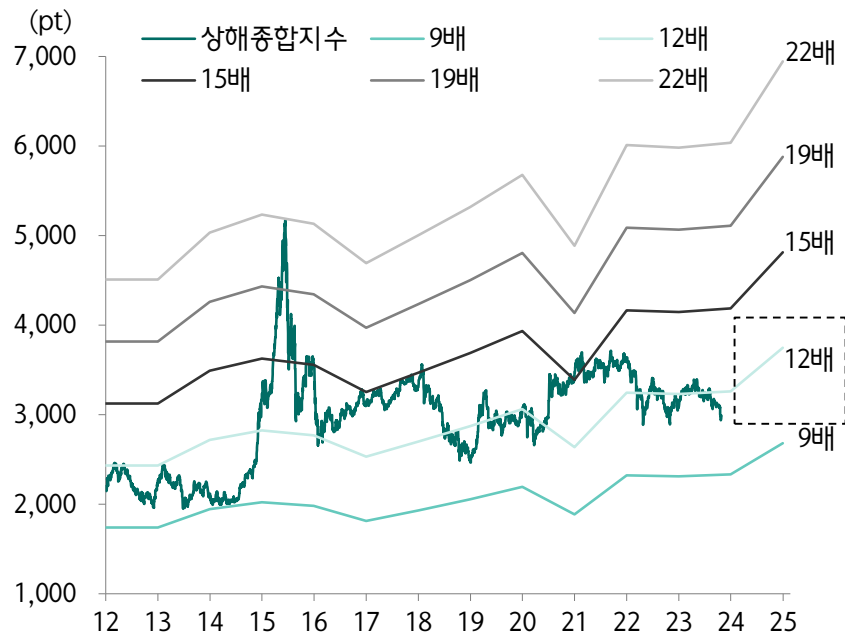


주 : 2023년 상반기 기준
자료: CEIC, Wind, 하나증권

[중화권 증시] 본토 : 이익 훼손과 수급 충격 점차 완충, 상반기 대형 블루칩과 과장판 주목

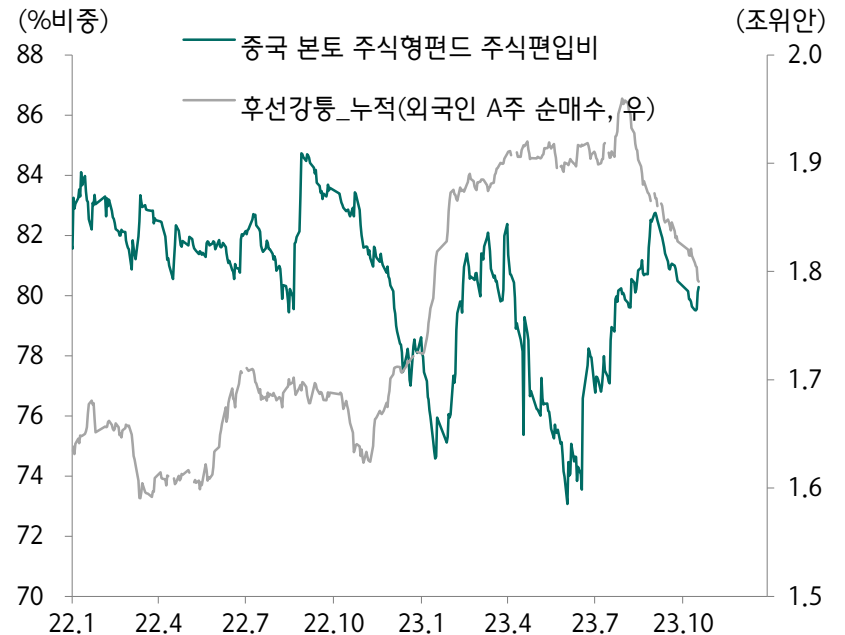
- 2024년 상해종합지수 예상 밴드를 3,050pt~3,790pt로 제시. 2024년 예상 실적 하단에 2019년 이후 평균 PER 하단 12배 적용
- 2023년 본토 기업 수익성 훼손과 수급 충격은 1/4분기 정책과 투자심리 회복을 통해 점차 완충. 외국인 2/4분기 복귀가 모멘텀 제공
- 상반기 중앙정부 레버리징과 자본시장 정책에 민감, 대형 블루칩과 상해 과장판 회복 탄력을 주목

상해종합지수 주가와 PER 밴드



자료: Bloomberg, 하나증권

중국 본토 기관 주식 편입 비중 VS 외국인(후선강통) 누적 순매수 추이

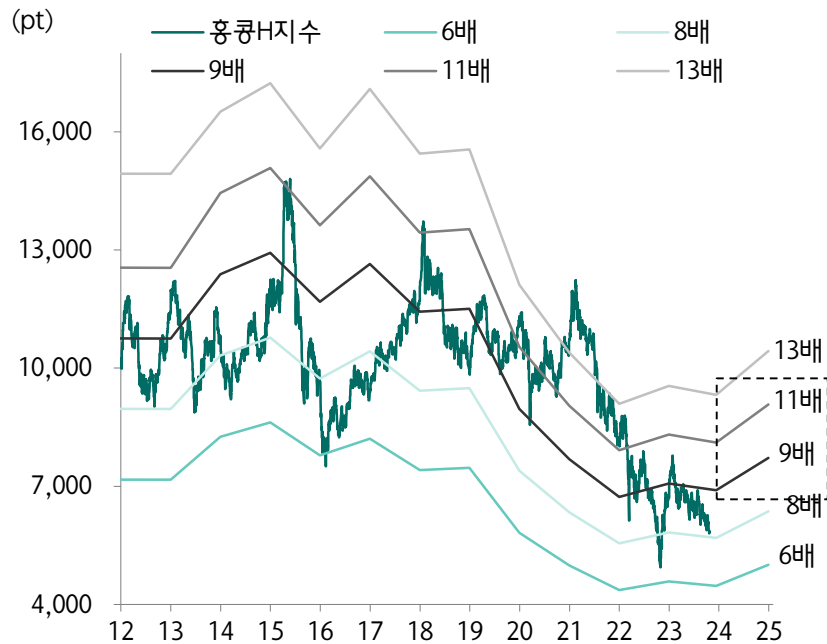


자료 : Bloomberg, 하나증권

[중화권 증시] 홍콩 : 상반기 탄력적인 회복 에너지 누적, 세가지 구조적인 변화 관건

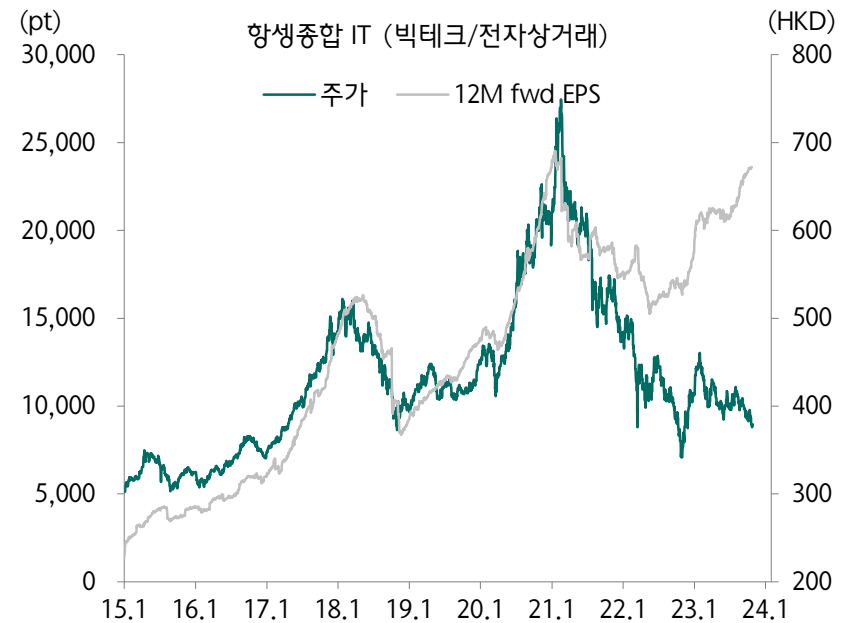
- 2024년 홍콩 항셱H지수 예상 밴드를 5,960pt~7,850pt로 제시. 2024년 예상 실적 하단에 팬데믹 이후 평균 PER 9배 적용
- 홍콩은 펀더멘털(중국)과 밸류에이션 측면에서 상승 에너지는 이미 누적, 세 가지 변화(중앙정부/부동산/미중관계)가 상반기 속도 결정
- 1/4분기 높은 변동성 하에서 지수 하단 높여갈 것으로 예상. 상반기 빅테크/소비재/시클릭업종 밸류에이션 정상화 과정 진행될 것

홍콩 항셱H지수 주가와 PER 밴드



자료: Bloomberg, 하나증권

홍콩 항셱 IT 업종 주가와 EPS 추이



자료: Bloomberg, 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.