GLOBAL
EQUITY
STRATEGY

2025. 6. 30.

글로벌투자전략팀

전종규 Senior Analyst
juhn21@samsung.com

박주란 Research Associate
juran.park@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

7월 중국 주식시장 Key call

정부의 시간, Growth α 강화

- 매크로 점검: 상고하저 예상, 재정 부양 강화 시점
- 미중 분쟁: 2단계 미중 무역 협상 진전 기대
- 주식시장 전망: 지수 밴드 상해 3,100~ 3,700pt, 홍콩H 8,000~ 9,500pt

매크로 점검: 상고하저 전망, 재정 부양 강화 시점

- **부동산 지표 둔화와 대미 수출 환경 악화: 『봄은 더디 온다』** 중국 경기의 하강 압력이 높아졌다. 1분기를 정점으로 부동산 경기 지표가 재둔화세로 전환되었고 트럼프 관세 분쟁으로 인해 하반기 대미 수출 감소가 불가피할 것으로 예상되기 때문이다. 상반기 경제성장률은 5.2% 수준임에도 불구하고 금융시장의 올해 성장률 컨센서스는 정부 목표치 5%를 하회하는 4.5%에 그치고 있다. 중국 정부의 정책 대응이 확대될 전망이다. 하반기 중 정책금리 20~30bp 인하와 추가적인 재정 부양 1.5조 위안이 투입될 것이다.

미중 분쟁: 2단계 미중 무역 협상 진전 기대

- **미중 협상: 『미중 deal 주목』** 트럼프 관세 유예 기간 중 의미 있는 미중 협상 진전이 이루어질 가능성을 주목한다. 1단계 무역 합의(Phase 1) [1]를 강화하는 대화라면 간극을 좁힐 수 있다. 트럼프 대통령은 관세 전쟁의 성과물이 필요하고 시진핑 주석은 미중 교역 단절이 야기하는 경기와 고용 충격을 방어해야 한다. 미중 간 핵심 쟁점은 트럼프 대통령의 1) 무역 불균형 해소(2천억 달러), 2) 시장 개방, 3) 통화 합의(위안화)와 시진핑 주석의 1) 관세 인하(24~30%), 2) 첨단 제조 규제 완화, 3) One china 확인이다.

주식시장 전망: Growth α 플레이

- **7월 시장 전망: 『De-coupling, 실적 차별화』** 홍콩 시장과 차이나 테크/소비 중심의 디커플링 장세가 이어질 것이다. 1~5월 공업 이익은 전년 대비 1.1% 감소하며 전반적인 제조 불황을 입증하였으나 IT 기업은 전년 대비 11.9% 이익이 증가하는 실적 차별화를 보여주었다. 7월은 정부 정책 모멘텀을 확인하는 시기가 될 것이다. 금융시장은 1) 재정 부양 강화, 2) 미중 협상 진전 시그널을 기다리고 있다.
- **지수 밴드와 포트폴리오 전략: 『Growth α』** 상해와 홍콩H의 지수 밴드는 3,100~ 3,700pt와 8,000~ 9,500pt를 제시한다. 중국 증시는 트럼프발 미중 분쟁 스트레스가 재현될 수 있으나 미중 고위급 협상 채널이 가동 중에 있고 부양 정책 재개를 감안할 때 지지선이 견고해질 수 있을 것이다. 중국 투자 전략의 기본은 "알파 play"이다. 홍콩 주식시장이 본토에 비해 밸류에이션과 유동성 측면에서 유리하며 포트폴리오 전략으로는 구조적인 성장 스토리를 보유한 내수와 빅테크 중심의 금융상품과 ETF 매수 전략을 유지한다. 내수와 빅테크가 펀더멘털, 밸류에이션, 유동성 우위 국면에 있다.

[1] **미중 1단계 무역 합의:** '20년 1.15일 트럼프 대통령과 류허 부총리 1단계 무역 협상 합의안 공식 서명. 주요내용은 1) 무역수지 조정, 2) 환율조정, 3) 금융시장 개방과 불공정 무역관행으로 지적되었던 지적재산권 강화와 기술이전 방지로 구성. 합의사항 이행관리를 위한 snap back 조항 삽입

Compliance Note

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

삼성증권

경기 점검

상고하저 예상, 재정 부양 강화 시점

가중되는 경기 하강 압력

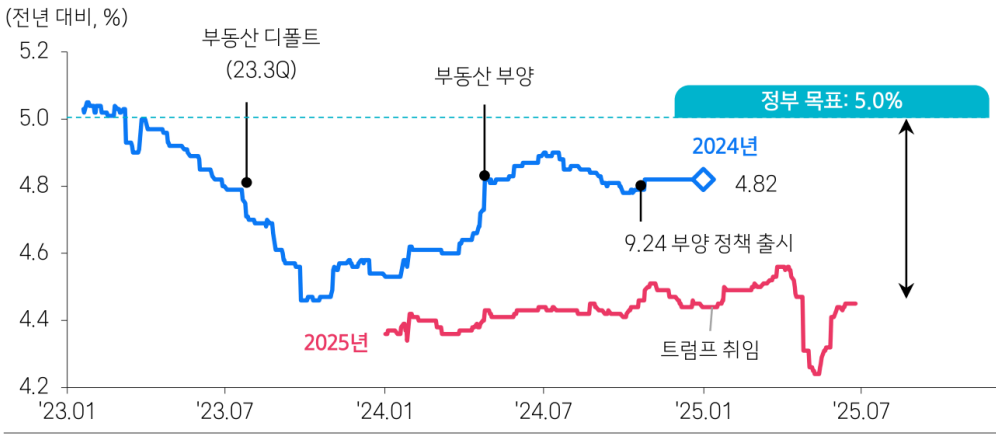
- **부동산 지표 둔화와 대미 수출 환경 악화: 『하반기 경기 우려』** 중국 경기의 하강 압력이 높아졌다. 1분기를 정점으로 부동산 경기 지표가 재둔화세로 전환되었고 트럼프 관세 분쟁으로 인해 하반기 대미 수출 감소가 불가피할 것으로 예상되기 때문이다. 아울러, 구조적인 소비 부진과 첨단 및 수입 대체 제조업 투자 확대 중심의 정책 기조가 맞물리면서, 디플레이션 압력은 지속될 것이다. 중국 경제가 올해 1Q를 정점으로 둔화되는 징후는 제조업 및 서비스업 PMI 추이에서도 찾아볼 수 있다. 지난해 9월 이후 중국의 제조업과 서비스 PMI는 모두 반등했으나, 1분기에는 보합세로 돌아섰고 2분기에는 재차 둔화되었다.
- **재정 부양 강화 시점: 『정부 성장률 목표 5% 달성 가능할까?』** 경기 둔화 징후가 뚜렷해지면서 중국 정부의 정책 대응도 확대될 전망이다. 상반기 중국 경제성장률은 5.2% 내외가 유력하다. 금융시장의 올해 성장률 컨센서스는 정부 목표치 5%를 하회하는 4.5%에 그치고 있다. 하반기 심화되는 경기 하강 압력을 우려하는 것이다. 우리는 7월 정치국 회의 전후로 정부의 통화완화와 재정 부양이 재개될 것으로 예상한다. 하반기 중 정책금리 20~30bp 인하와 추가적인 재정 부양 1.5조 위안이 투입될 것으로 판단한다. 추가 재정 부양 1.5조 위안은 경제 규모의 1.1%에 달하는 규모이다.

중국 부양 정책 조합

구분	상반기 주요 내용	하반기 전망
① 통화정책	• 인민은행, 정책금리 10bp, 지준율 50bo 인하 • 인민은행 유동성 공급 확대	• 하반기 LPR 금리 20~30bp, 지준율 50bp 추가 인하 • 인민은행 유동성 공급 확대
② 재정정책	• 양회 재정확대 결정, 상반기 재정집행 부진 : 재정 적자 비율 1%pt 상향 조정(5.66조 위안) : 중앙정부 국채 1.3조, 지방정부 특수채 4.4조	• 6월 이후 장기 특수채 1.5조 위안 추가 발행 • 재정 부양 우선순위는 첨단 제조와 내수 소비 : 첨단 제조 0.5조 + 신형 인프라 0.5조 + 소비촉진 0.5조
③ 소비 촉진	• 이구환신 확대(IT/가전) • 서비스 소비 지원 확대	• 이구환신 0.3조 위안 → 0.5조 위안 상향 • 사회보장 시스템 강화 • 양로/보육 지원 프로그램 출시 예상

자료: CITIC, 삼성증권

중국 성장률 전망: 정부 목표(5.0%)와 시장 눈높이(4.5%) 간극



참고: '25년 6월 말 기준 자료: Bloomberg

미중 협상

미중 2단계 협상 주목

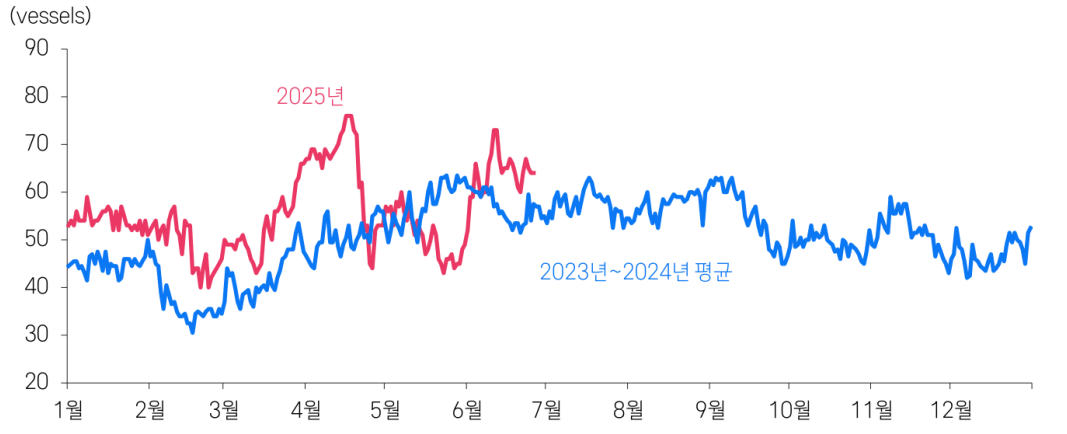
- **미중 협상: 『미중 deal 주목』** 트럼프 관세 유예 기간 중 의미 있는 미중 협상 진전이 이루어질 가능성을 주목한다. 1단계 무역 합의(Phase 1)[2]를 강화하는 대화라면 간극을 좁힐 수 있다. 트럼프 대통령은 관세 전쟁의 성과물이 필요하고 시진핑 주석은 미중 교역 단절이 야기하는 경기와 고용 충격을 방어해야 한다. 미중 간 핵심 쟁점은 트럼프 대통령의 1) 무역 불균형 해소(2천억 달러), 2) 시장 개방 확대, 3) 통화 합의(위안화 강세)와 시진핑 주석의 1) 관세 인하(24~30%), 2) 첨단 제조 규제 완화, 3) One china 확인이다.
- **포스트 무역 협상: 『 구조적인 변화 가속』** 미중 분쟁 영향은 크게 (1) 글로벌 무역 구조 재편, (2) 위안화 재조정, (3) 첨단 제조 공급망 변화, 이 세 가지 관점으로 볼 수 있다. 트럼프의 보호무역은 중국의 확장 정책과 충돌하여 무역 구조 재편을 가속시킬 것이다. 위안화 통화 협상은 2단계 협상의 핵심으로 평가되고 있다. 미중 합의가 이루어지는 기본 시나리오 하에서는 적정한 수준(5~10%)의 위안화 강세가 진행될 수 있다. 마지막으로 첨단 제조 부문의 치열한 경쟁으로 글로벌 산업 구조와 공급망의 변화가 불가피하게 되었다. 미국의 첨단 제조 부문 사다리 걷어차기 전략에 맞서 중국은 거국적인 인적자원과 자본투입에 나서고 있다.

중국 고관세 영향

구분	낙관적(Bull)	Base	비관적(Bear)
① 수출 ('25년)	-1.0%	**-6.0%**	-20%
수출 ('26년)	4.0%	**-2.0%**	-10%
② GDP ('25년)	5.2%	**4.8%**	3.5%
시나리오 분해	• 낙관적 시나리오 (확률 10%): 조기 미중 타협(유효 관세율 20%로 하락) + 중국 경기 부양 • **기본 시나리오(확률 70%): 미중 협상 7~8월초 합의(관세율 24%) + 중국 경기 부양** • 비관적 시나리오 (확률 20%): 관세 전쟁 장기화, 미국과 중국의 경기 둔화 → 중국 고용/부채 위험: 고관세 장기화의 경우 수출기업 디폴트, 중국 고용 인원 1,650만 명 실직 위험		

자료: 삼성증권

중국의 대미국 컨테이너 출항 회복, 8월 이후 대미 수출 감소 전망



참고: '25년 6월 말 기준, 15일 rolling 이동 평균
자료: Bloomberg, 삼성증권

[2] **미중 1단계 무역 합의:** '20년 1.15일 트럼프 대통령과 류허 부총리 1단계 무역 협상 합의안 공식 서명. 주요 내용은 1) 무역수지 조정, 2) 환율 조정, 3) 금융시장 개방과 불공정 무역관행으로 지적되었던 지적재산권 강화와 기술이전 방지로 구성. 합의 사항 이행 관리를 위한 snap back 조항 삽입

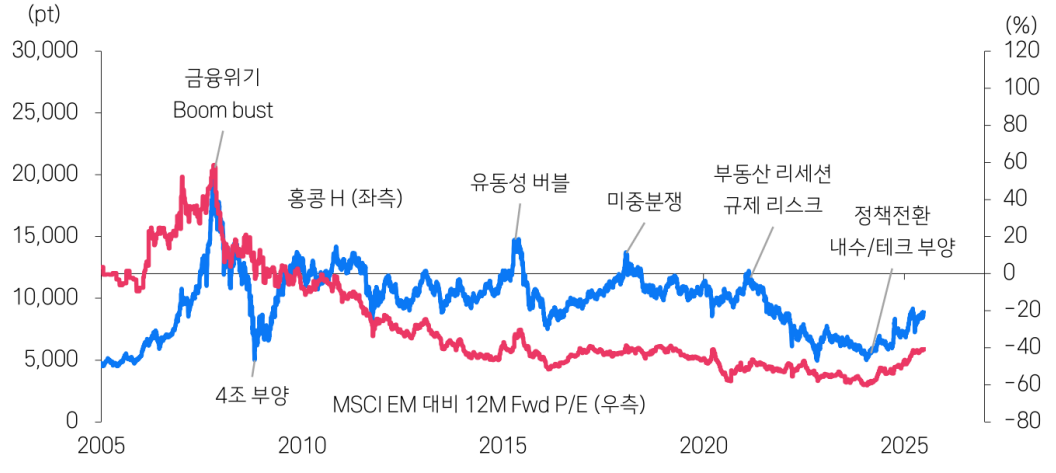
7월 증시 전망

Growth α 플레이

지수 밴드 상해 3,100~3,700pt, 홍콩H 8,000~9,500pt 예상

- **상반기 증시 진단: 『홍콩 증시와 테크주의 상대적 강세』** 상반기 주식시장은 본토 증시가 제한적인 등락을 보인 반면에 홍콩시장과 테크 주 중심으로 유동성 유입과 반등세가 시현되었다. 6월 중국 증시의 조정세는 부동산 지표 부진과 정책 모멘텀이 약화된 점을 반영한 것이다. 미중 분쟁의 경우 5.12 제네바 합의와 6.10 런던 협상을 통해서 불확실성이 낮아진 점은 긍정적인 요인으로 평가할 수 있다.
- **7월 시장 전망: 『De-coupling, 상반기 실적 차별화』** 홍콩 시장과 차이나 테크/소비 중심의 디커플링 장세가 이어질 것이다. 1~5월 공업 이익은 전년 대비 1.1% 감소하며 전반적인 제조 불황을 입증하였으나, 광산업이 29% 급감한 데 반해 투자가 집중되고 있는 IT 기업은 전년 대비 11.9% 이익이 증가하는 실적 차별화를 보여주었다. 7월은 정부 정책 모멘텀을 확인하는 시기가 될 것이다. 금융시장은 1) 재정 부양 강화, 2) 미중 협상 진전 시그널을 기다리고 있다. 7월 정치국 회의 전후로 부동산과 수요 부양 정책이 출시될 것으로 예상한다. 하반기 경기하강 압력이 매우 높은 상황이다.
- **지수 밴드 설정: 『상해 3,100~ 3,700pt, 홍콩H 8,000~ 9,500pt』** 상해지수와 홍콩H의 지수 밴드로 각각 3,100~ 3,700pt와 8,000~ 9,500pt를 제시한다. 중국 증시는 트럼프발 미중 분쟁 스트레스가 재현될 수 있으나 극단적인 관세 전쟁이 유발했던 1차 패닉장세 시점에 비해서 고위급 협상 채널이 가동 중에 있고 부양 정책 수단이 강화된 점을 감안할 때 지지선 설정은 상해와 홍콩H는 각각 12개월 Forward P/E 11.5배, 8.9배 수준(Bloomberg 기준)에서 구축될 것으로 예상한다.
- **포트폴리오 전략: 『Growth α』** 중국 투자 전략의 기본은 "알파 play"이다. 홍콩 주식시장이 본토에 비해 밸류에이션과 유동성 측면에서 유리하며 포트폴리오 전략으로는 구조적인 성장 스토리를 보유한 내수와 빅테크 중심의 금융상품과 ETF 매수 전략을 유지한다. 중국 경기 침체 국면에서 정부의 재정 부양 정책은 내수 부양과 첨단 제조 국산화에 초점을 맞추고 있다. 내수와 빅테크가 펀더멘털(매출/이익 증가율), 밸류에이션, 유동성 우위 국면이 하반기에도 이어질 것이다.

중장기 홍콩 증시 주가 추이 및 밸류에이션 추이



참고: 홍콩H, '25년 6월 27일 기준
자료: LSEG Workspace 삼성증권

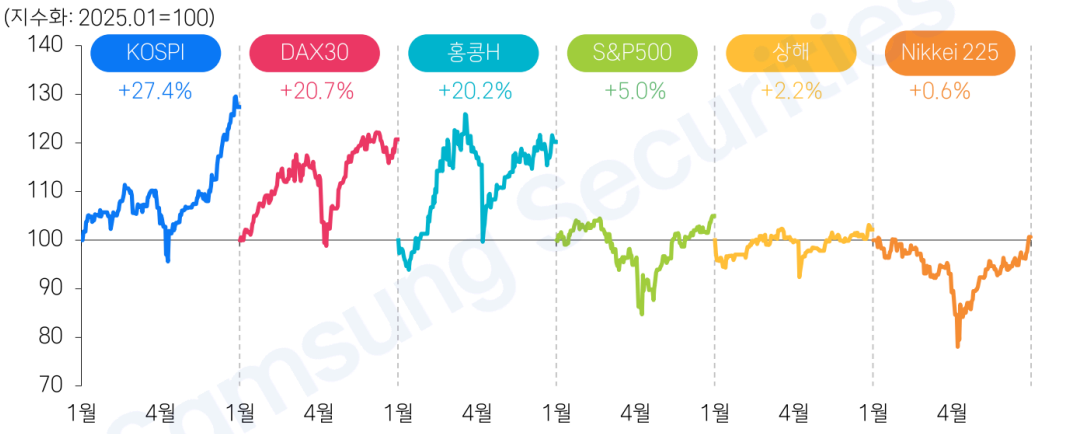
주식시장 점검

주요 증시 밸류에이션 및 실적 전망

구분	밸류에이션 (배)		EPS 성장률 (%)		
	Fwd PE	Fwd PB	2024년	2025년	2025년 연초 예상
S&P500	22.0	4.6	11.4	9.1	14.2
MSCI ACWI	18.6	3.0	10.5	7.6	12.2
MSCI 신흥	12.7	1.7	21.2	11.6	14.0
MSCI 중국	11.2	1.4	15.8	6.0	9.2
상해종합	**12.7**	**1.2**	**1.2**	**11.7**	**10.1**
CSI300	12.9	1.4	8.6	7.8	9.4
홍콩H	**9.7**	**1.1**	**8.4**	**0.5**	**2.7**

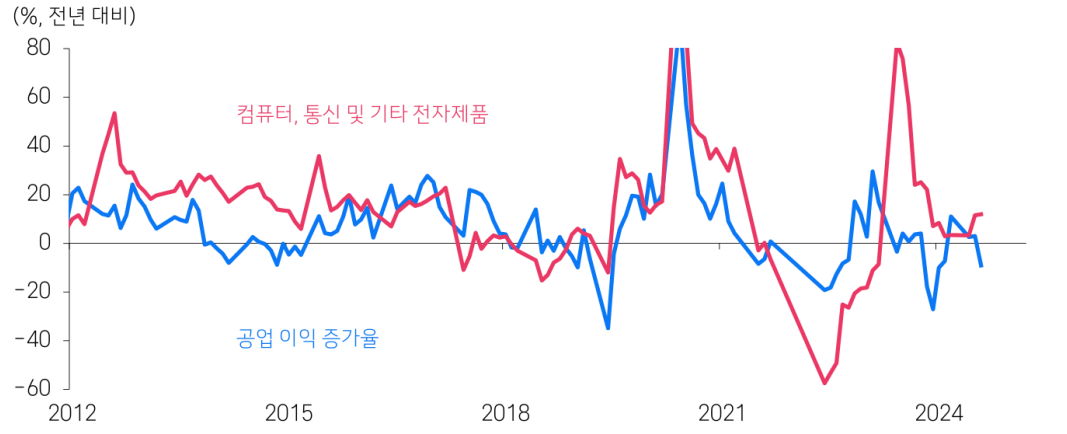
참고: '25년 6월 27일 종가 기준
자료: 12개월 Fwd P/E는 Bloomberg, EPS 성장률은 LSEG Workspace, 삼성증권

상반기 주요 증시 주가 추이



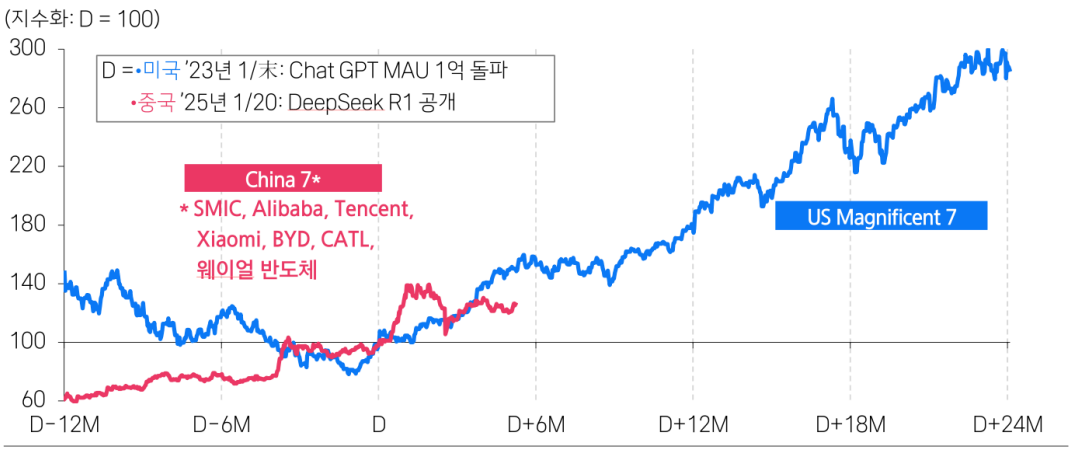
참고: '25년 6월 27일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

실적 차별화, 공업 이익 증가율 비교



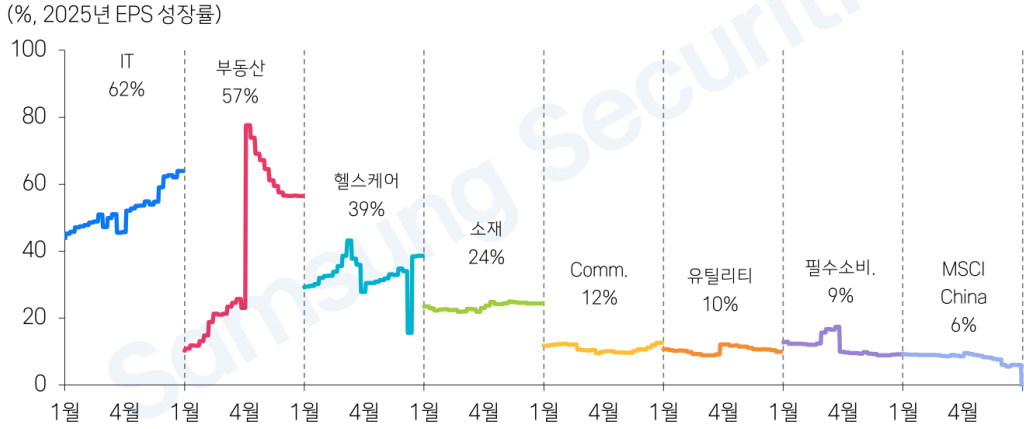
참고: '25년 6월 27일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 AI 테크 랠리 vs. 중국 테크 랠리



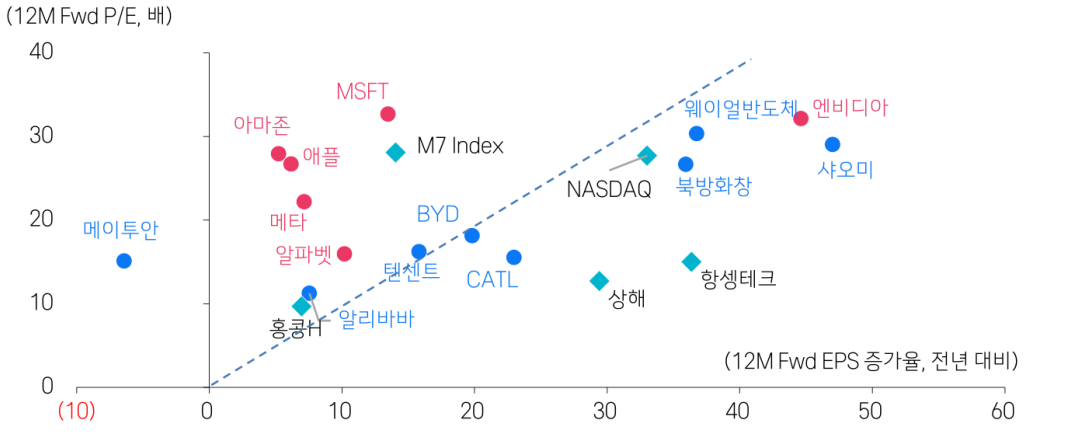
참고: '25년 6월 27일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

올해 섹터별 실적, 테크 중심으로 개선 전망



참고: '25년 6월 27일 기준
자료: LSEG Workspace, 삼성증권

차이나 빅테크 밸류에이션 비교



참고: '25년 6월 27일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

Samsung Securities

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

NCSI KS-SQI KCSI KCPI 소비자중심 Best Korea Brands 2024
Member of Dow Jones Sustainability Indices Powered by the S&P Global CSA