김경환의 China Weekly

HANA Global Weekly | 2025.9.1

중국/신흥국 투자전략 김경환 khstyle11@hanafn.com

RA 김성은 seongeunk@hanafn.com

중국 증시, 다음 용기는 어디서 올까? (9월 투자 전략)

- **중국 증시 이례적인 4개월 연속 상승세, 구조적인 위험 선호도 회복을 반영중 :** 중화권 증시가 지난 5월부터 8월까지 4개월간 상승세를 이어가고 있다. 이는 최근 10년간 동기(5-8월 구간) 패턴을 역행하는 것이며 2021년 이후 가장 강력한 모멘텀이다. 최근 자료에서 우리는 현재 상승세가 강한 펀더멘털(수요/물가/부동산)과 전면적인 이익 개선에 기반하기 보다는 대내외 초과 유동성과 중국 탈(脫)예금 현상을 배경으로 구조적인 비관론의 완화와 위험 선호도 회복이 촉발한 '구조적인 유동성 강세장'의 특징을 보이고 있다고 평가했다. 구체적으로 최근 3-4년간 누적되었던 비관론이 완화되고 위험 선호도가 빠르게 개선된 구체적인 원인은 ①탈(脫)부동산 후유증과 유동성 함정(M1 통화량 반등) 경제 영향 축소, ②미중 관계 및 수출/해외진출 관련 디리스킹 성과 기대감, ③중국 수뇌부의 적극적인 주식 부양 의지와 국가/민간 차원의 (구조적으로 낮은) 주식 비중 재평가 움직임, ④제조업 고도화 및 성장모델 전환 초기 성과(AI/HW/바이오/장비/친환경)와 공급 개혁 기대감(PPI/마진율), ⑤2025년 위안화 가치와 근원 CPI 상승률 반등을 통한 디플레이션 탈출 기대감 등이 주식 투자를 선택하는 '용기'를 제공하고 있다.
- **다만, 단기적으로 펀더멘털 대비 투자심리 과열과 주가 과속 리스크 상승 :** 대표적으로 본토 3개 거래소(상해/심천/북경)의 거래대금 2조위안 돌파 기간, 신용잔고 증가 속도(10년래 최고), 펜데믹 이후 주도 분야인 테크(TMT:전자/미디어/통신) 거래대금 40% 과열선 근접(8월말 38%) 등이 기술적인 관점에서 점차 부담스럽다. 우리는 9월 이후 시기적으로 단기 이벤트 효과 소진(전승절/실적)과 국경절 연휴 이전 자금 유출 패턴, 당국 속도조절 변수 및 자가 과열로 인한 급락, 채권시장의 반격(장기금리 하락), 하반기 내수와 가격 신호의 현실(PPI/수출/주택) 경계 등 요인이 단기 위험 선호도에 영향을 줄 수 있다고 판단한다. 역대 중국의 어떤 강세장도 펀더멘털(경기/물가 혹은 ROE)과 장기 이탈한 적이 없다는 점에서 4/4분기 이후 위험 선호도를 더 강화시키고 펀더멘털 반등의 근거(혹은 선방영)가 될 수 있는 이벤트와 정책 방향성이 더 중요해질 것이다.
- **향후 위험 선호도에 새로운 '용기'를 제공할 수 있는 이벤트와 정책 방향성 주목 :** 우리는 최소 2026년까지 중국의 구조적인 탈(脫)예금 환경과 자산시장내 절대/상대 수익률 우위, 정부 중장기 정책 기조가 중국/홍콩 주식에 유리한 구도라고 전망한다. 그러나, 이러한 배경만으로 자금 로테이션이 결정되는 것은 아니며 위험 선호도를 유지시키고 구조적인 변화 혹은 펀더멘털 기대를 입증시킬 수 있는 방향성이 2026년까지 구조적인 강세장을 견인할 수 있다. 우리는 하반기 필수 확인사항에 주목한다.

  첫째, 9월초 전승절부터 11월 APEC까지 정치/외교 성과가 위험 선호도 유지에 관건 중 하나다. 중장기 관점에서 중국 수출/제조업의 경쟁력 확신과 새로운 무역지형 적응에 대한 증거가 필요하다. 미중 전술적인 휴전의 1차 매듭도 필요하다.

  둘째, 현재 주가 반등이 상반기 통화량(M1) 반등이 만든 환각이 아님을 입증해야 한다. M1 반등은 통상 6-9개월 시차로 PPI(기업이익)과 가계 대출로 연결되지만 속도와 강도 불확실성은 여전히 높다. 초기에는 공급 개혁(소모적 가격 경쟁 억제) 가속화를 통한 입증이 필요하고, 2026년을 앞두고 수요 회복 관련 재정/투자/부동산 등 분야 보완책이 확인되어야 할 것이다.

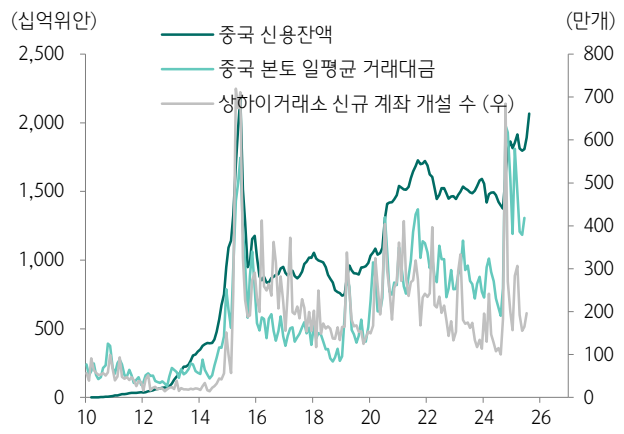
  셋째, 10월 20기 4중전회에서는 15차 5개년 계획 관련 중장기 거시경제 목표(4.5%이상)와 산업 지원 정책 구도, 시진핑 3기 잔여 2년(2026-207년) 정책 방향성에 대한 확신이다. '인공지능+' 정책과 기술자립 지원의 구체성, 공급 개혁 관련 목표 설정과 지방정부 KPI 변화, 신흥 산업 최적화 의지(로봇/UAM/방산/조선/친환경), 민영기업 투자심리 촉진 방안 등이다.

  넷째, 2026년까지 내수 경기의 안정성과 고용 완충을 위해 서비스업 부양책(공급+보조금), 부동산(디벨로퍼)과 지방정부 신용 회복 관련 추가 보강책이 반드시 필요하다. 특히, 서비스업 부흥과 주택시장 재하락 위험 방어는 중장기 강세장의 밑바탕이다.

  다섯째, 기업 투자 및 가계 레버리징 여부에 대한 눈높이가 상승할 것이다. 유동성 효과가 실물로 이어지는 신호가 필요하다.
- **9월 투자 전략 :** 중화권 증시 9월 보수적인 시각 제시, 중장기 비중확대 의견은 계속 유지한다. 9월 수급과 투자심리 급랭 이벤트는 제한적이나 기술적인 조정 압력이 확대되고 시기적으로 불리한 시점에 돌입한다. 대외 유동성 효과가 개선되는 홍콩과 항셍테크지수, 업종은 기술주(홍콩), 증권/보험, 방산, 공급개혁 관련주(철강/친환경), 신소비 대형주 등을 선호한다.

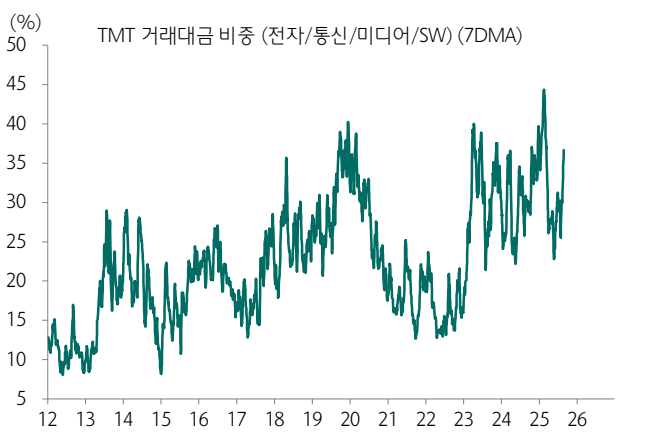
하이라이트 & 이슈 Chart

이슈 1. 중국 신용잔액 vs 거래대금 vs 신규계좌 개설 수



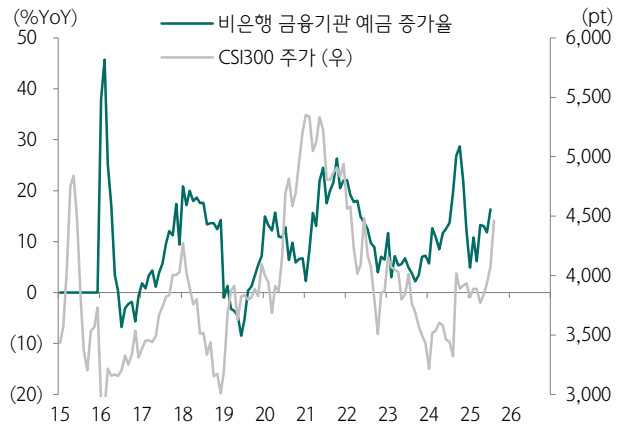
자료 : Wind, 하나증권

이슈 2. 중국 TMT(전자/통신/미디어/SW) 거래대금 비중



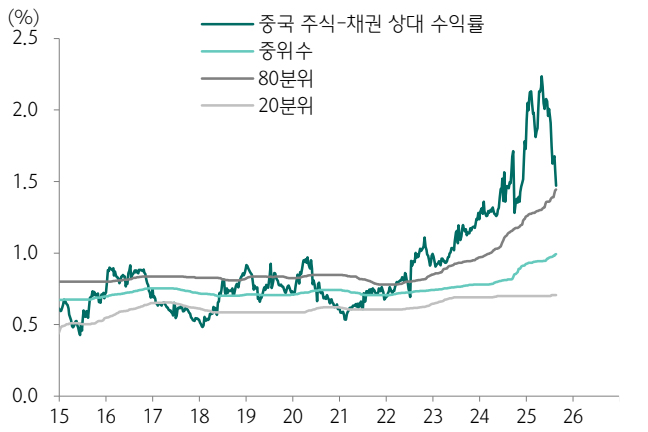
자료 : Wind, 하나증권

이슈 3. 비은행 금융기관 예금 증가율 vs CSI300 주가



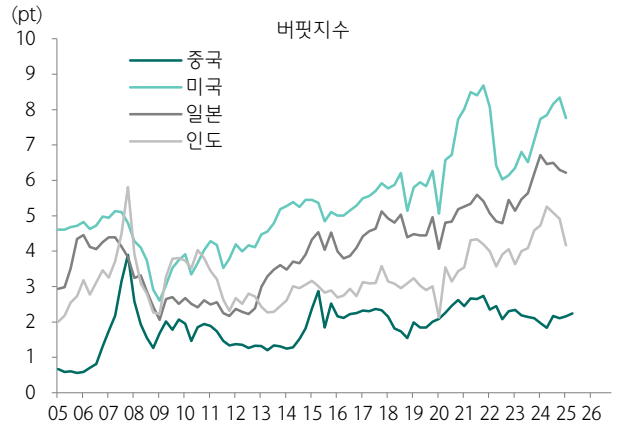
자료 : Wind, 하나증권

이슈 4. 중국 주식-채권 상대 수익률 추이



자료 : Wind, 하나증권

이슈 5. 버핏지수: 중국 vs 미국 vs 일본 vs 인도

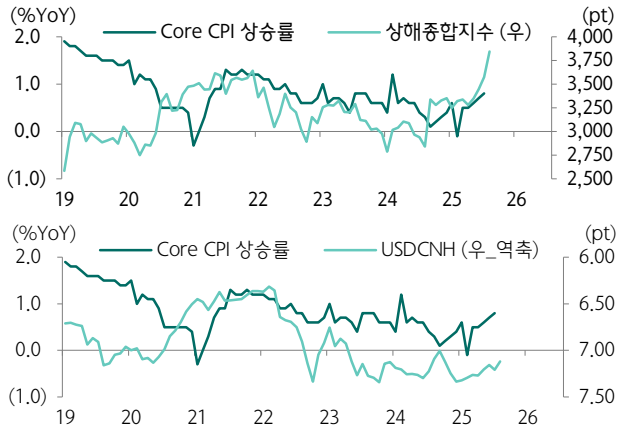


주: 버핏지수 = 명목 GDP 대비 시가총액 지수화
자료 : Bloomberg, Wind, 하나증권

이슈 6. 중국 A주 가계 예금 대비 시가총액 추이

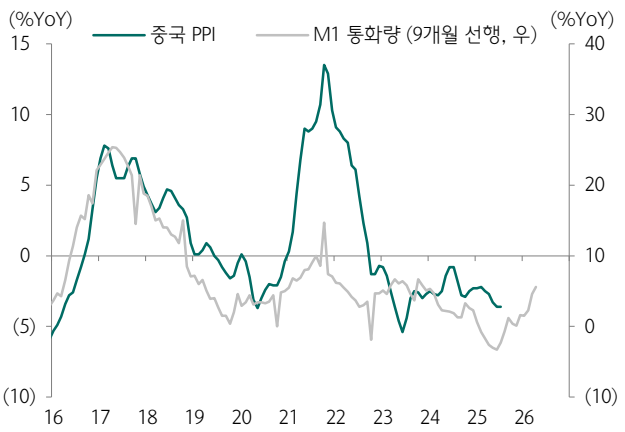
자료 : Wind, 하나증권

이슈 7. Core CPI 상승률 vs 상해종합지수 vs USDCNH



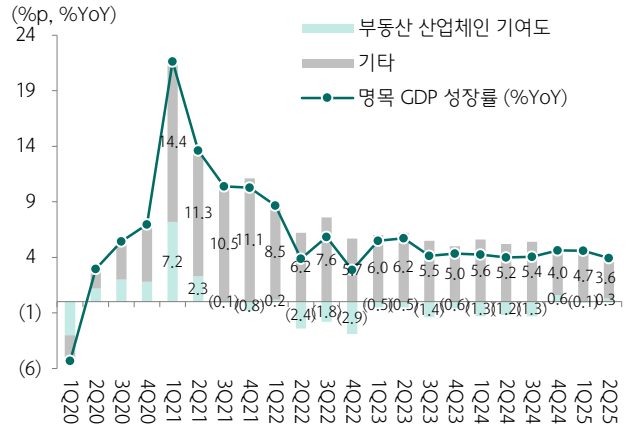
자료 : Wind, 하나증권

이슈 8. 중국 PPI vs M1 통화량 (9개월 선행)



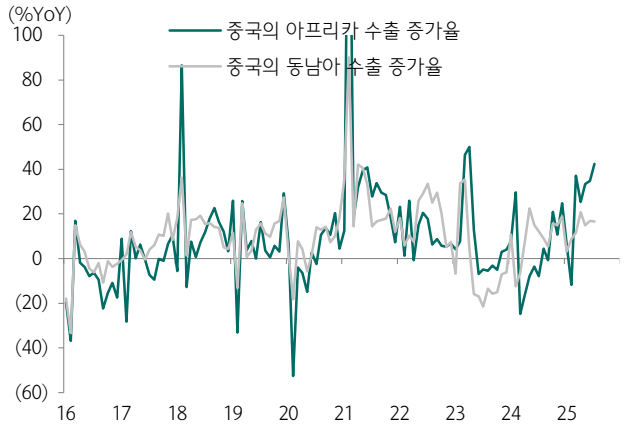
자료 : Wind, 하나증권

이슈 9. 중국 명목 GDP 성장률 vs 부동산 산업체인 기여도



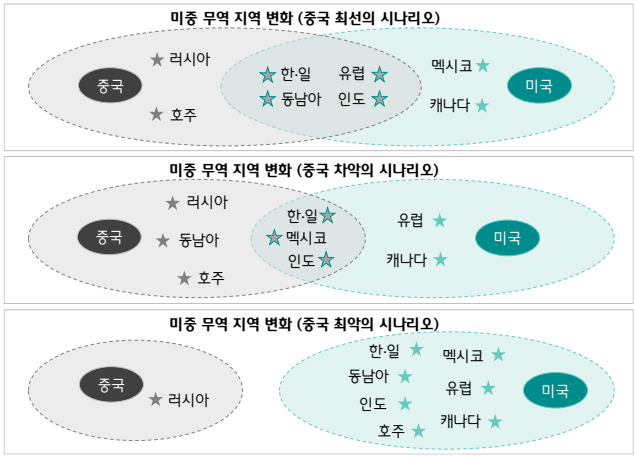
자료 : Wind, 하나증권

이슈 10. 중국의 아프리카 및 동남아 수출 증가율



자료 : Wind, 하나증권

이슈 11. 시나리오별 미중 무역 지역 변화



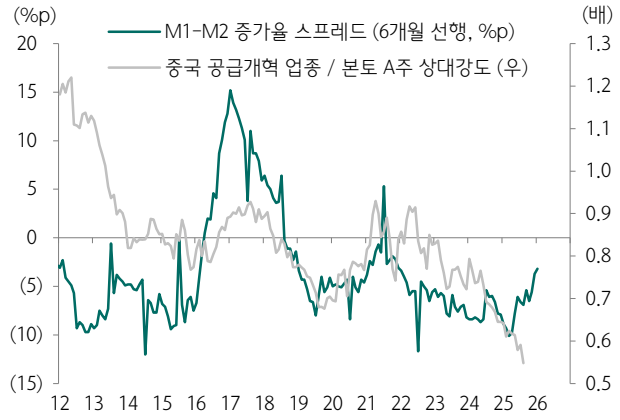
자료 : 하나증권

이슈 12. 중국 주요 지역별 수출 비중 추이 (2010-2025년)

국가별 비중(%)	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	비중 추이 (2010-2025년)
미국	18.0	17.1	17.2	16.7	16.9	18.0	18.4	19.0	19.2	16.8	17.4	17.2	16.4	14.8	14.7	**11.8**	
영·프·독	8.5	7.9	7.0	6.6	6.8	6.8	6.9	6.9	6.6	7.0	7.6	7.4	6.9	6.5	6.4	**10.7**	
기타 유럽	14.0	13.9	12.4	11.8	12.0	10.9	11.6	12.1	12.5	13.0	13.1	13.5	14.1	14.6	14.2	**6.7**	
중앙아시아	1.0	1.0	1.0	1.1	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	0.8	0.9	1.2	1.8	1.8	**1.5**	
동남아시아	8.8	9.0	10.0	11.1	11.6	12.2	12.2	12.3	12.8	14.4	14.8	14.4	16.0	15.5	16.4	**16.7**	
서아시아	4.7	5.0	4.9	5.2	5.8	5.6	5.3	5.1	4.5	4.9	4.9	4.7	5.4	5.9	6.1	**5.5**	
남아시아	3.6	3.7	3.4	3.4	3.6	4.1	4.5	4.7	4.7	4.6	4.0	4.6	4.9	4.9	4.8	**3.6**	
아프리카	3.8	3.9	4.2	4.2	4.5	4.8	4.4	4.2	4.2	4.5	4.4	4.4	4.6	5.1	5.0	**5.7**	
러시아	1.9	2.0	2.2	2.2	2.3	1.5	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.1	3.3	3.2	**2.6**	
라틴아메리카	5.8	6.4	6.6	6.1	5.8	5.8	5.4	5.8	6.0	6.1	5.8	6.8	7.1	7.3	7.7	**7.9**	

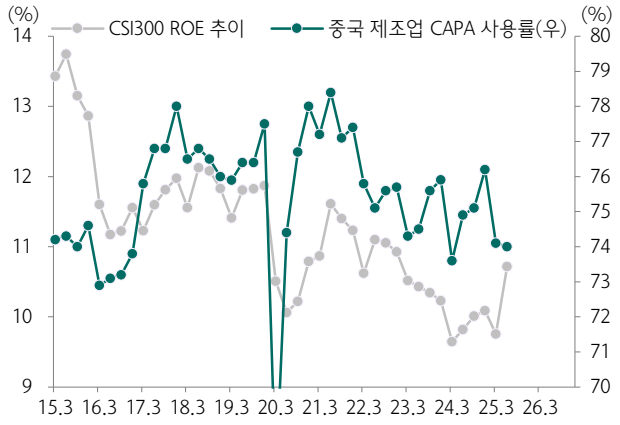
자료 : Wind, 하나증권

이슈 13. M1-M2 증가율 스프레드 vs 공급개혁 업종/ 본토 A주 상대강도



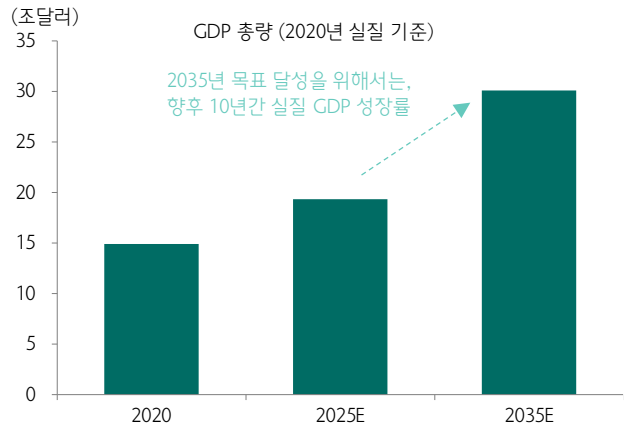
자료 : Wind, 하나증권

이슈 14. CSI300 ROE 추이 vs 중국 제조업 CAPA 사용률



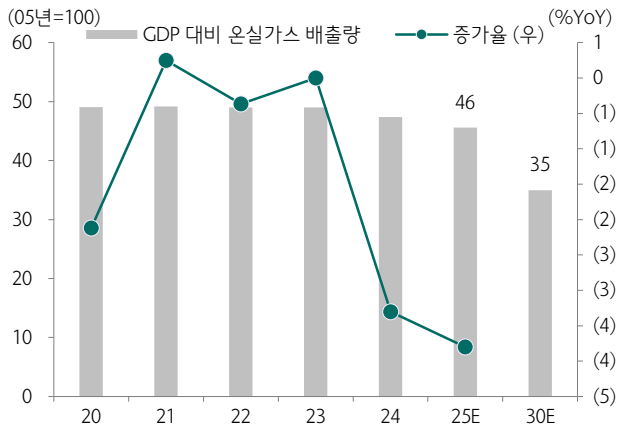
자료 : Wind, 하나증권

이슈 15. GDP 총량 (2020년 실질 기준)



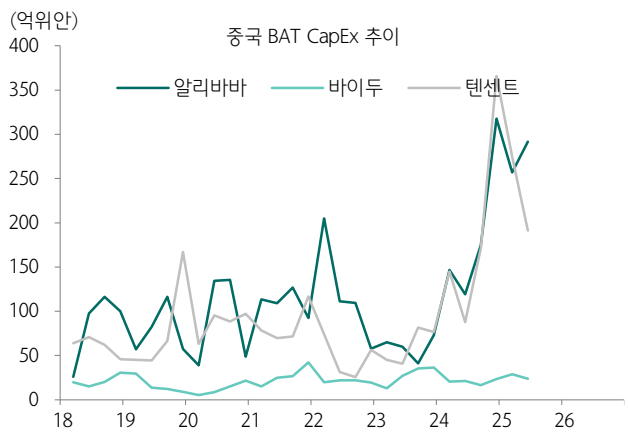
자료 : Wind, 하나증권

이슈 16. GDP 대비 온실가스 배출량 및 증가율



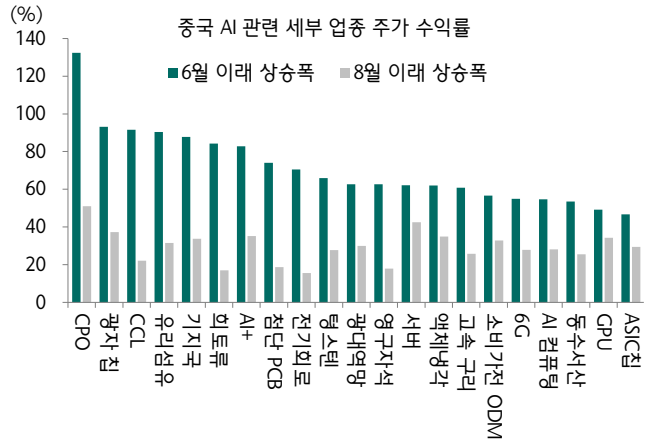
자료 : Wind, 하나증권

이슈 17. 중국 BAT(바이두/알리바바/텐센트) CapEx 추이



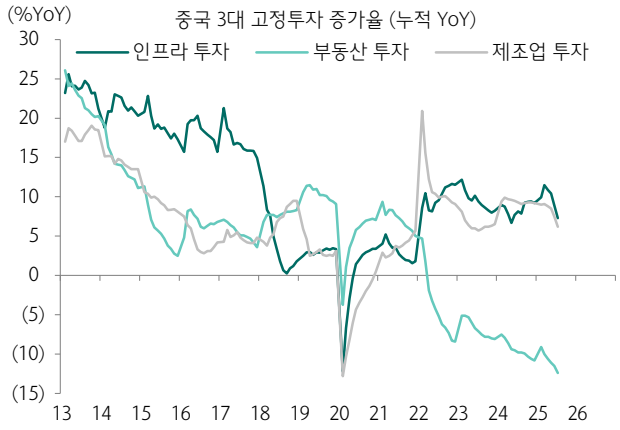
자료 : Wind, Bloomberg, 하나증권

이슈 18. 중국 AI 관련 세부 업종 주가 수익률: 6월/8월 이래 상승폭



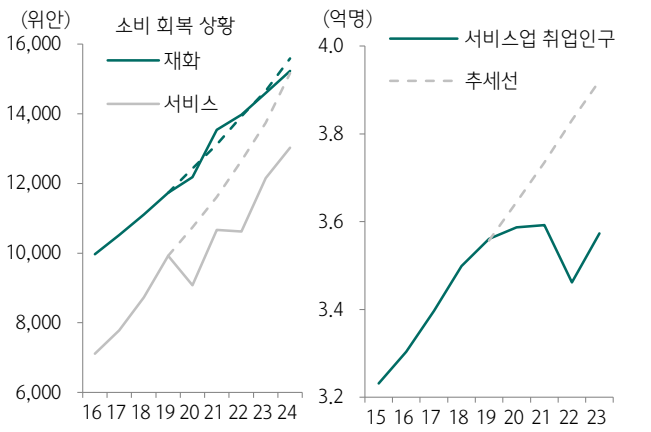
자료 : Wind, 하나증권

이슈 19. 중국 3대 고정투자 증가율: 인프라 vs 부동산 vs 제조업



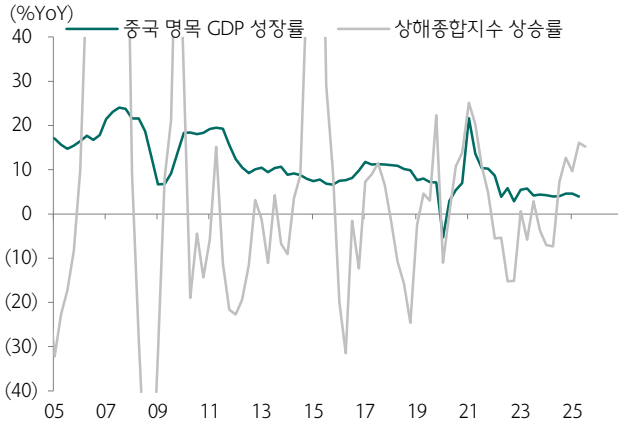
자료 : Wind, 하나증권

이슈 20. 재화 및 서비스 소비 회복 상황 및 서비스업 취업 인구



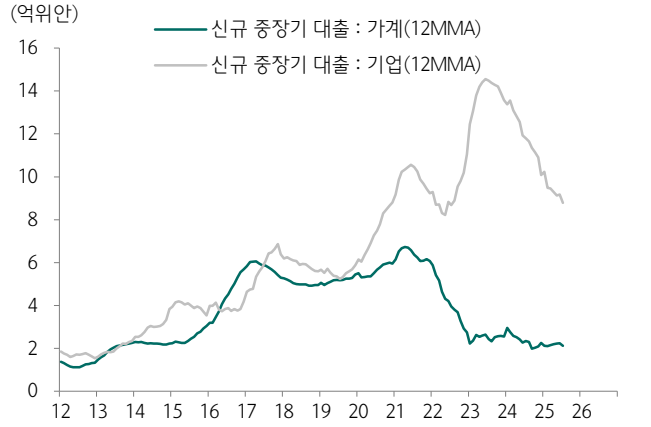
자료 : Wind, 하나증권

이슈 21. 중국 명목 GDP 성장률 vs 상해종합지수 상승률



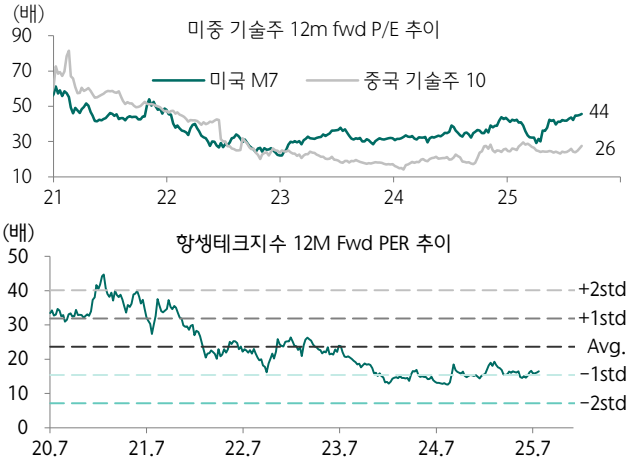
자료 : Wind, 하나증권

이슈 22. 중국 신규 중장기 대출: 가계 vs 기업



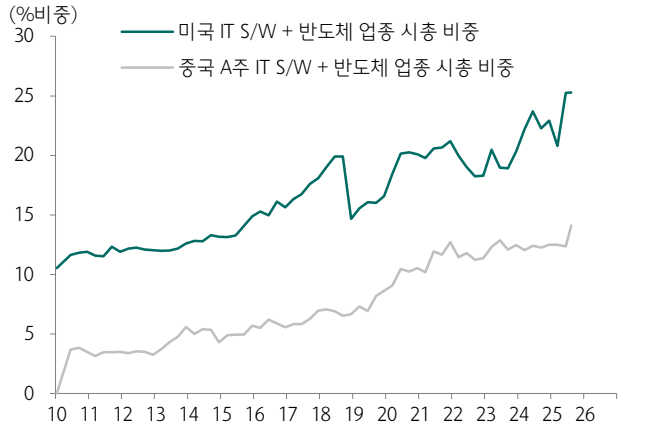
자료 : Wind, 하나증권

이슈 23. 미중 기술주 및 항셍테크지수 12M Fwd PER 추이



자료 : Bloomberg, 하나증권

이슈 24. 미국 및 중국 IT S/W + 반도체 업종 시총 비중



자료 : Bloomberg, 하나증권

중국증시 Key Data (주간)

중국 주간 산업가격 지표 모니터링

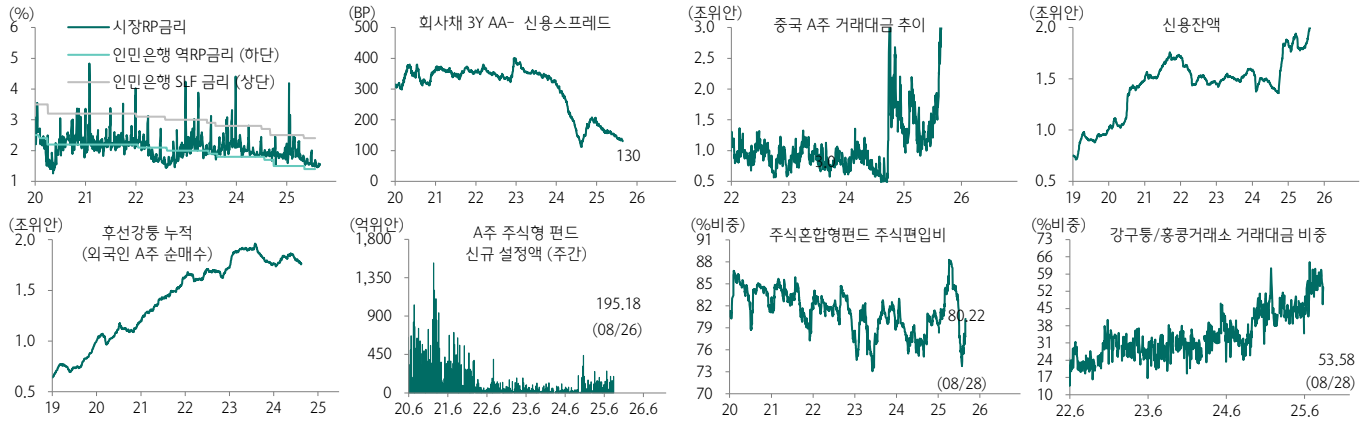
	지표 (주간)	전기비 (WoW)		8월 (MTD)	전년비 (YoY)			업데이트 날짜
		WoW (금주)	WoW (전주)		7월	6월	vs 2019 (%)	
생산	**고로 가동률**	**(0.3)**	(0.2)	0.2	1.0	1.5	(8.7)	08/22
	코크스 가동률	**(0.4)**	1.7	1.7	(4.8)	(3.0)	(4.5)	08/22
	지역난방 (산둥성)	**4.4**	1.8	2.0	(5.9)	(6.8)	(31.7)	08/27
	댐 방류량 (삼협댐)	**52.6**	(16.2)	(31.4)	(34.9)	1.4	(65.1)	08/29
수출입	**BDI (수입)**	**6.6**	(7.2)	9.9	(5.5)	(12.3)	31.9	08/28
	CDFI (수입)	**6.0**	(4.9)	8.2	(15.1)	(18.5)	28.6	08/28
	CCFI (수출)	**(1.5)**	(0.6)	(8.1)	(38.1)	(27.8)	35.8	08/22
	SCFI (수출)	**(3.1)**	(2.0)	(12.2)	(53.2)	(41.4)	25.3	08/22
건설/건축	**건축용 강재 거래량**	**9.9**	11.6	(3.3)	(13.0)	(16.1)	-	08/28
	조강 생산량	**2.0**	4.6	1.0	(0.9)	(2.5)	(3.0)	08/20
	철근 재고 (주요도시)	**4.3**	6.8	10.4	(36.6)	(34.9)	(53.2)	08/22
	아스팔트 설비 가동률	**(4.6)**	(6.7)	(2.1)	23.2	28.0	(45.1)	08/27
	시멘트 재고비율	**(0.1)**	(2.0)	0.1	(0.9)	0.7	4.0	08/22
	밀링머신 가동률	**0.8**	(0.5)	3.4	(18.5)	(14.3)	(37.7)	08/21
부동산	**30대도시 주택거래**	**26.2**	(1.3)	(4.1)	(11.3)	(13.3)	(67.2)	08/24
	1선 도시	**10.1**	8.0	(6.6)	(18.5)	(9.5)	(55.0)	08/24
	2선 도시	**65.4**	(14.7)	(1.1)	(7.3)	(13.3)	(66.7)	08/24
	3선 도시	**(16.2)**	15.8	(7.4)	(9.7)	(17.7)	(76.1)	08/24
	기존주택 공시가격	**(0.1)**	(0.1)	(0.4)	(6.9)	(7.6)	(19.3)	08/18
	기존주택 매물량	**(2.4)**	(1.7)	(5.5)	(73.0)	(68.2)	(91.9)	08/18
	100대도시 토지 거래 면적	**(12.2)**	(24.3)	(1.7)	(3.7)	(6.9)	(44.2)	08/24
	100대 도시 토지가격 프리미엄률	**(82.2)**	476.8	(41.6)	49.2	41.6	(72.8)	08/24
자동차	**타이어(세미스틸) 가동률**	**(0.5)**	1.5	(1.1)	(6.7)	(2.0)	4.5	08/28
	타이어(스틸) 가동률	**(1.4)**	2.6	(1.1)	12.1	9.6	(14.8)	08/28
화학 의류 소비	**PTA 가동률**	**(7.0)**	1.6	(7.0)	0.8	5.0	(12.6)	08/28
	폴리에스테르 가동률	**(5.4)**	(7.0)	(4.8)	2.2	3.3	(7.0)	08/28
	직조기 가동률	**(1.3)**	(7.2)	-	-	-	-	04/17
	지하철 이용	**(38.0)**	2.1	(2.7)	(0.9)	1.0	42.8	08/28
PPI	**RJ/CRB**	**1.6**	0.2	(2.2)	6.0	3.5	97.3	08/27
	중국 상품가격 종합지수 (남화)	**0.0**	(0.8)	0.0	(9.2)	(14.7)	60.4	08/28
	브렌트유	**(1.1)**	(0.4)	(3.9)	(16.7)	(13.5)	52.0	08/28
	구리	**1.0**	(0.6)	(0.7)	2.6	(0.8)	49.9	08/28
	알루미늄	**1.5**	(1.4)	(0.5)	7.8	(1.2)	46.3	08/28
	철광석	**0.8**	(1.1)	1.8	(5.3)	(14.6)	(7.8)	08/28
	코크스	**(1.0)**	(5.1)	23.4	(37.3)	(51.2)	(1.3)	08/28
	철근	**(0.4)**	(2.2)	0.5	(9.1)	(17.5)	(16.3)	08/28
	시멘트	**(0.3)**	**2.2**	(3.3)	(8.6)	(2.4)	(24.6)	08/28
CPI	**농산품 도매가격 종합지수**	**0.9**	0.7	1.7	(3.1)	(0.1)	(4.1)	08/28
	이우시장 소형 공산품가격	**0.1**	(0.2)	-	-	0.7	-	06/29
	돈육	**(1.0)**	(1.0)	(1.8)	(16.9)	(16.3)	(58.2)	08/28
	계란	**(0.8)**	2.8	5.2	(24.7)	(18.1)	(6.5)	08/28
	채소	**1.0**	3.2	7.7	(8.5)	(0.5)	2.0	08/28
	과일	**(1.0)**	(0.3)	(4.1)	0.7	5.2	32.5	08/28
	소고기	**(0.1)**	0.4	1.5	4.9	4.4	(11.9)	08/28
	양고기	**0.5**	0.4	0.4	0.9	0.3	(15.6)	08/28
	닭고기	**(0.4)**	0.6	1.6	(2.2)	(1.9)	6.3	08/28

중국/신흥국 투자전략 김경환 khstyle11@hanafn.com

자료 : CEIC, Wind, 하나증권

중국증시와 상품 시장 Performance (주간)

도표 19. 중국증시 정책/유동성/수급/투자심리 모니터링 : 거래대금/RP금리/신규 설정액/신용잔액/주식혼합형펀드 확대, 신용스프레드/강구통 축소

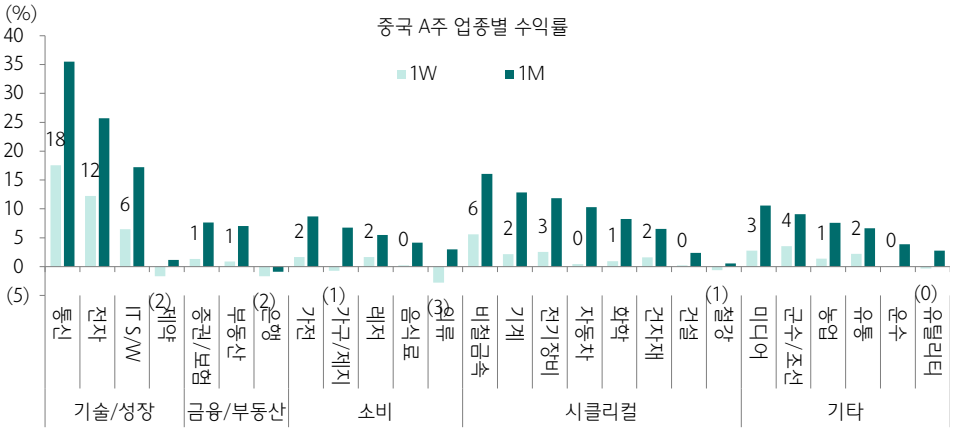


자료: Wind, CEIC, 하나증권

통신(+18%), 통신(+12%), IT S/W(+6%) 아웃퍼폼

제약(-2%), 은행(-2%), 가구/제지(-1%) 언더퍼폼

도표 20. 중국 A주 주요 업종 수익률

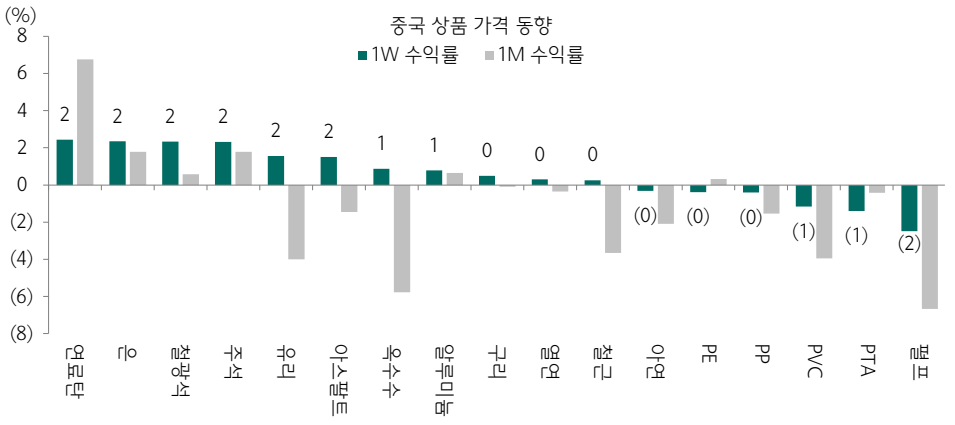


주 : 2025년 8월 28일 종가 기준, 업종은 A주 션완(申万)분류 기준
자료 : Wind, 하나증권

상품가격은 연료탄, 은, 철광석, 주석, 유리, 아스팔트, 옥수수, 알루미늄, 구리, 열연, 철근 상승

펄프, PTA, PVC, PP, PE, 아연 하락

도표 21. 중국 상품선물 가격 동향

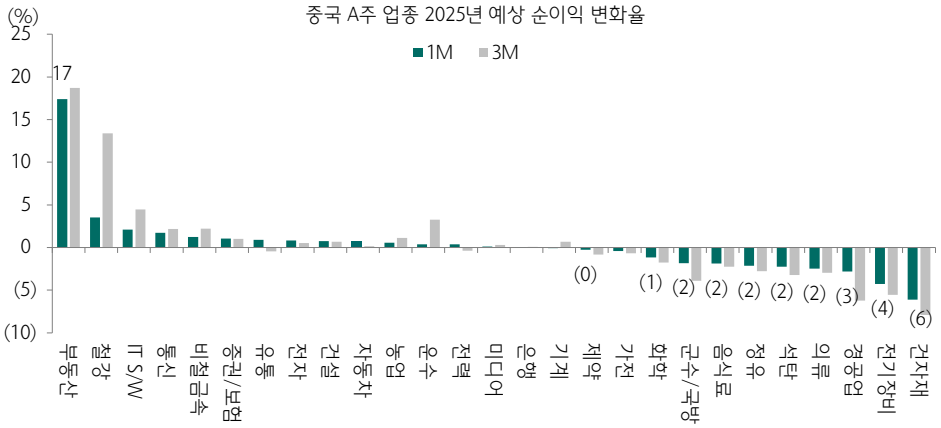


주 : 2025년 8월 28일 종가 기준, 업종은 A주 션완(申万)분류 기준
자료 : Wind, 하나증권

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

최근 1개월 순이익 전망치 상향은 부동산, 철강, IT S/W 순

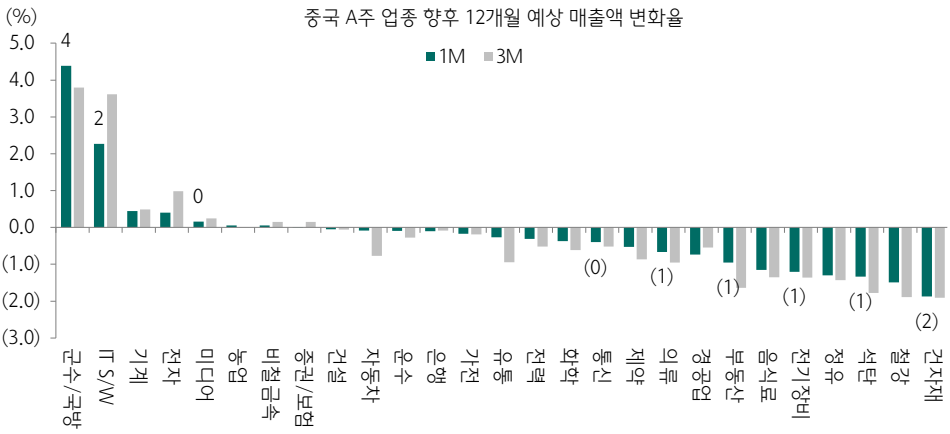
도표 22. 중국 A주 2025년 예상 순이익 변동



주 : 2025년 8월 28일 기준, 업종은 A주 중신(中信) 기준.
자료 : Wind, 하나증권

최근 1개월 매출 전망치 상향은 군수/국방, IT S/W, 기계 순

도표 23. 중국 A주 2025년 예상 매출액 변동



주 : 2025년 8월 28일 기준, 업종은 A주 중신(中信) 기준.
자료 : 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.