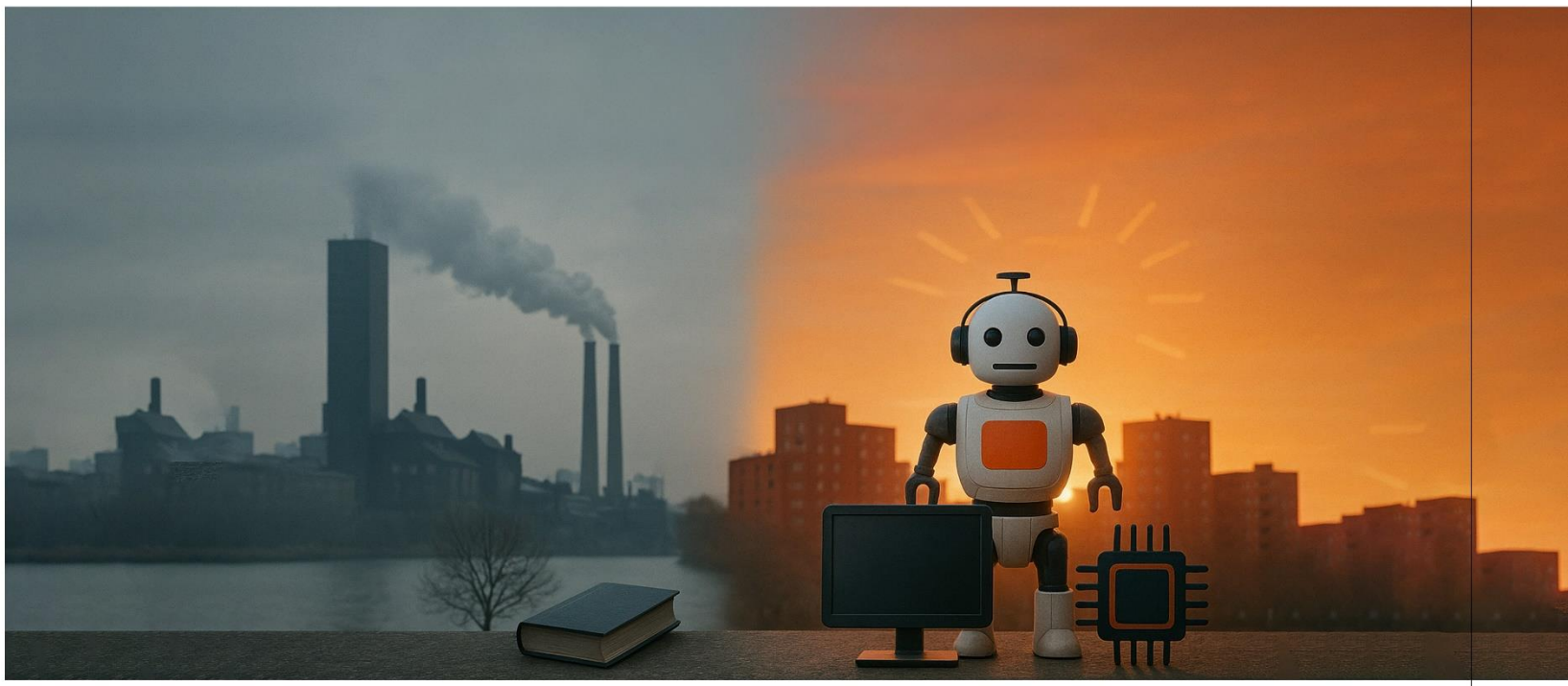
China

냉정과 열정 사이

2026 연간전망

2025.11.21



China 백은비 6157/ebbaek@

CONTENTS

01/ 모처럼 상승세 05

02/ 냉정과 열정 사이 13

03/ 내수도 구조 전환 27

04/ 2026 중국 증시 35

냉정과 열정 사이

Executive Summary

by 백은비

2026년은 15차 5개년 계획이 시작하는 해이다. 첫 시작이 중요한 만큼 중국 정부의 부양 강도도 약해지지 않을 전망이다. 그러나 2025년 하반기 중국 경기 둔화가 심화되고 있고 추가 부양책은 부재했기 때문에 2026년 경제 성장률은 4.7%를 기록할 것으로 예상한다.

경기가 둔화하더라도 생산성이 향상되면 주가는 상승한다. 중국은 반내권(Anti-Involution) 정책을 통해 비효율 투자를 줄이고 15.5계획을 통해 기술 혁신을 통해 생산성을 개선시킬 계획이다. 반내권 정책은 생산과 투자를 위축시키지만 가격과 기업의 이익을 개선시킨다. 2026년 정부의 육성 산업과 非육성 산업 간 투자 양극화가 진행될 전망이나 장기적으로는 기업 이익이 개선되며 온도 차가 줄어들 것이다.

15.5계획의 또 다른 핵심은 내수 진작이다. 보조금 지원을 통해 상품 소비를 촉진시키던 이전과 달리 이제는 서비스 소비 촉진에 집중할 계획이다. 중국 소비자의 소비 패러다임이 생활 충족에서 자기 만족감으로 전환되고 자국산 브랜드 선호현상은 더 뚜렷하게 나타나고 있기 때문에 향후 중국 엔터/의료/미용/여행 관련 수요는 지속해서 늘어날 것으로 예상된다.

결론적으로 2026년 중국 증시는 정책, 유동성, 기업 이익 개선 등에 힘입어 상승세를 이어갈 것으로 전망된다. 메인 투자로는 AI, 그 중에서도 Capex 확대의 수혜를 가장 먼저 누리는 인프라 관련주를 주목하되 대내외 불확실성을 완화해줄 금융주와 새로운 트렌드가 될 신소비 관련주에도 관심이 필요해 보인다.

01

모처럼 상승세

2026년에도 계속될 정책과 유동성

관건은 안정적인 경기 회복

오랜만의 상승세

아직 더 갈 수 있다

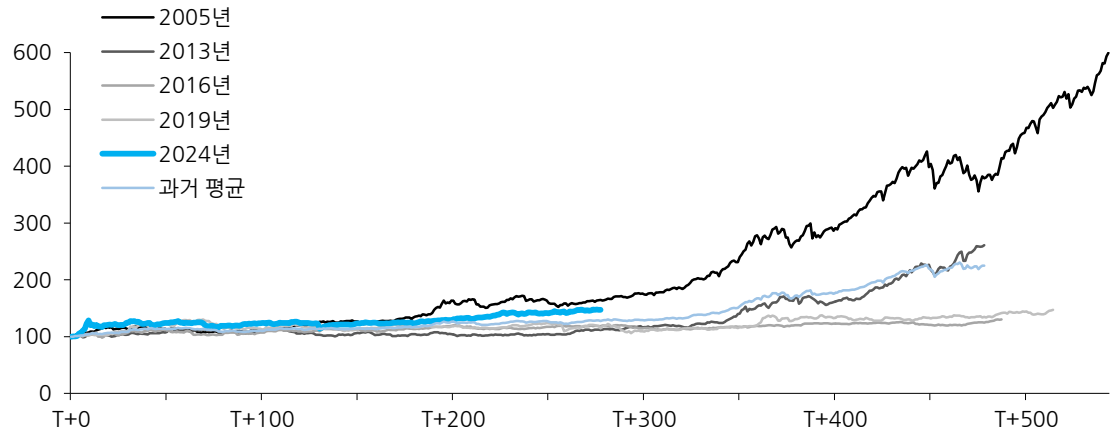
- 2024년 9월 이후 중국 증시가 상승세를 약 14개월간 유지 중.
- 2001년 이후 역대 중국 증시 강세장을 살펴보면, 평균 25개월 정도 유지됨.
- 11/11 기준 상해종합지수는 +48% 상승하며 2016년의 상승폭은 넘어섰고 2019년 수준에 근접함.

2001년 이후 중국 강세장

시작	끝	기간	수익률				업종	
			상해종합	심천성분	ChiNext	상승 비율	평균 수익률	Top3 평균 수익률
2005-07-19	2007-10-16	약 27개월	501.9	623.3	-	100.0	606.9	1270.3
2013-06-28	2015-06-12	약 24개월	164.9	139.9	281.4	100.0	235.0	373.2
2016-01-29	2018-01-26	약 24개월	34.0	27.3	-4.7	87.1	28.8	100.6
2019-01-04	2021-02-19	약 26개월	50.0	123.2	170.5	90.3	72.7	223.2
2024-09-18	2025-11-11	약 14개월	48.0	66.5	104.2	100.0	57.5	115.5

자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

추가 상승 기대



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

장기 상승장의 조건①: 정책과 유동성

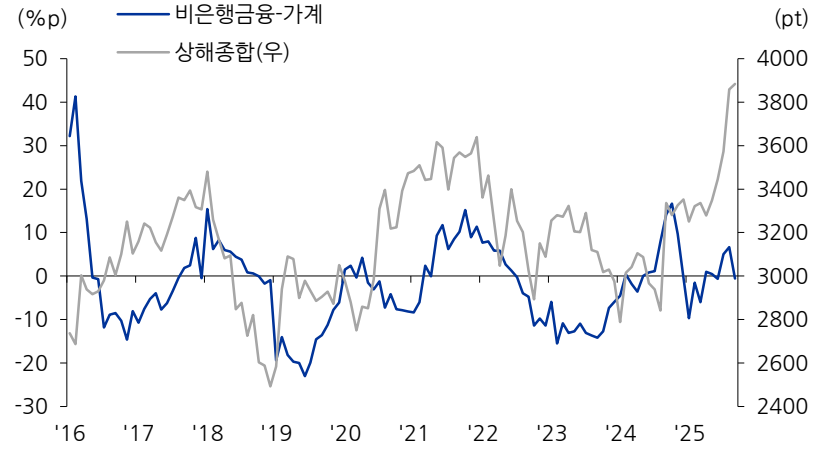
15.5계획의 첫 해+가계 예금의 이동

- 상승장이 지속되기 위해서는 정책과 유동성이 중요, 핵심 정책이 출범되고 나면 대체로 장기 상승장으로 전환되었으며 유동성은 상승장의 기울기를 결정하는 편.
- 2026년은 15.5계획의 시작의 해, 역대 5개년 계획 시작의 해에서 경기도 그렇고 주식시장도 그렇고 대체로 양호한 흐름을 기록한 바 있음.
- 최근 중국은 예금이 주식시장으로 유입되는 추세라는 점이 긍정적. 신용잔고도 여전히 꾸준히 늘고 있고, 아직 거래대금이나 유통시총대비 위험한 수준은 아님.

5개년 계획 첫 해 증시 성과는 양호

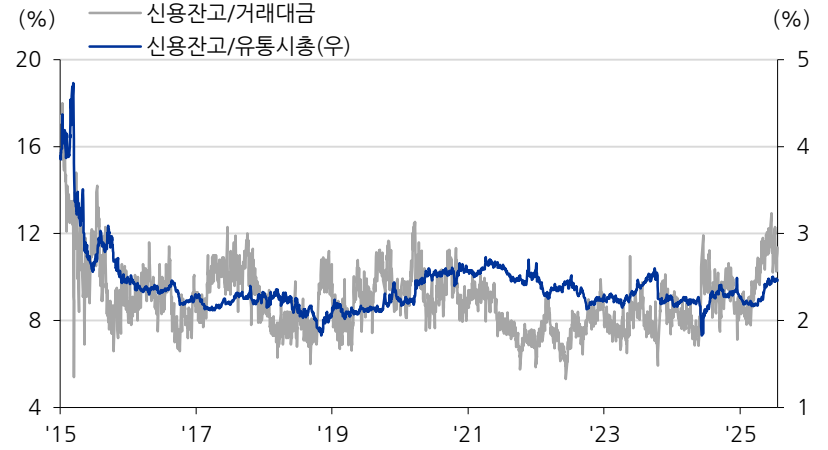
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

가계 예금 → 증권/보험 예금, 증시 견인



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

거래대금, 유통시총 대비 신용잔고 비중 위험한 수준은 아냐



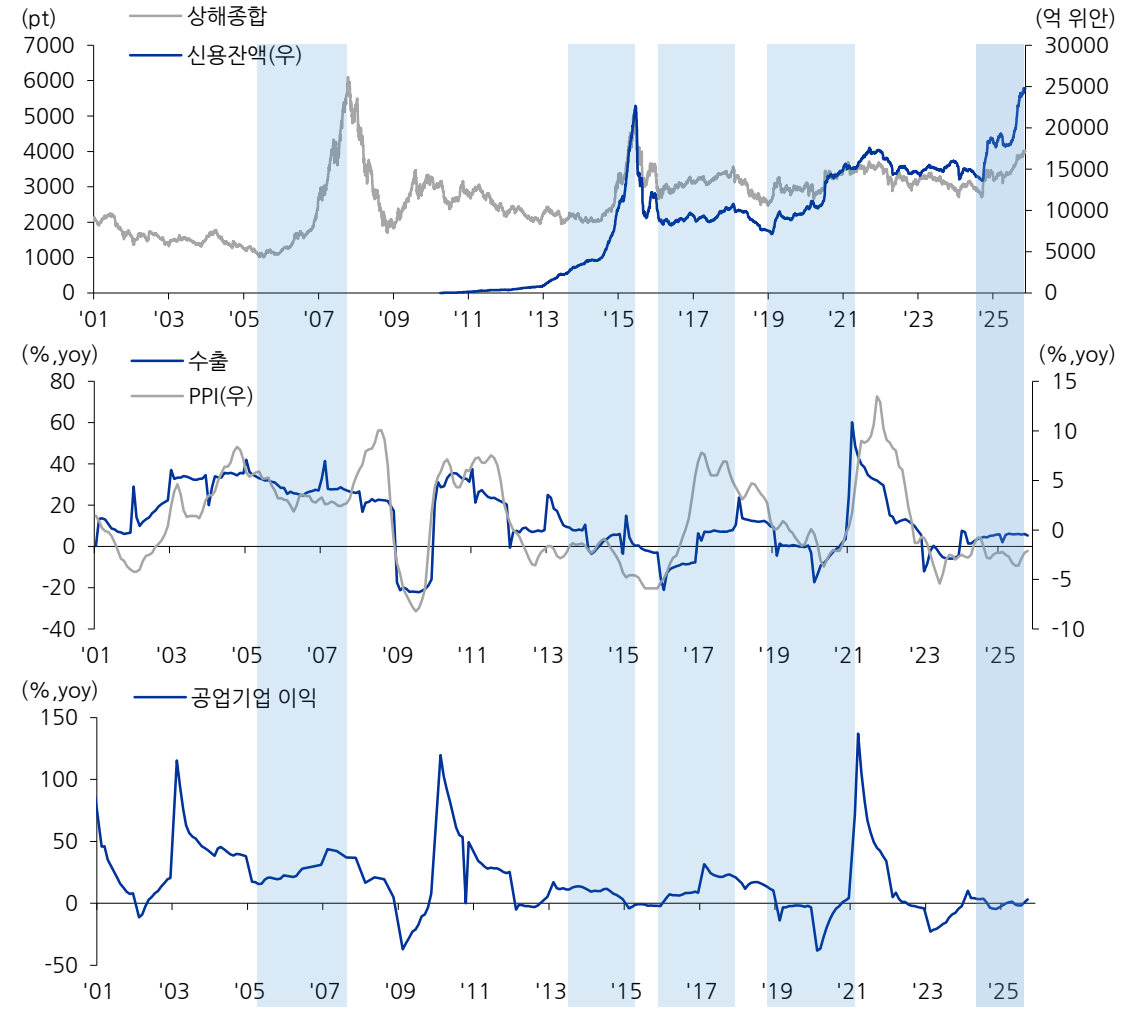
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

장기 상승장의 조건②: 경기 회복

남은 문제는 안정적인 경기 회복

- 다만 장기 상승장의 배경은 언제나 펀더멘탈 개선이 뒷받침되어야 함.
- 2005년에는 기업 이익 상승세가 두드러졌으며, 2013년에는 인터넷+ 정책 추진으로 산업 발전에 대한 기대에 레버리지 자금 증시에 유입되며 주가 상승을 견인.
- 2016년에는 공급측 구조개혁 추진에 따라 물가, 기업 이익 개선과 더불어 수출 호조로 증시가 상승
- 2019년에는 코로나19 진압을 가장 빨리 성공함에 따라 수출 급등이 증시 상승을 이끌었음.

장기 상승장은 펀더멘탈도 중요



자료: Choice, 유진투자증권

2025년 중국 경기: 상고하저

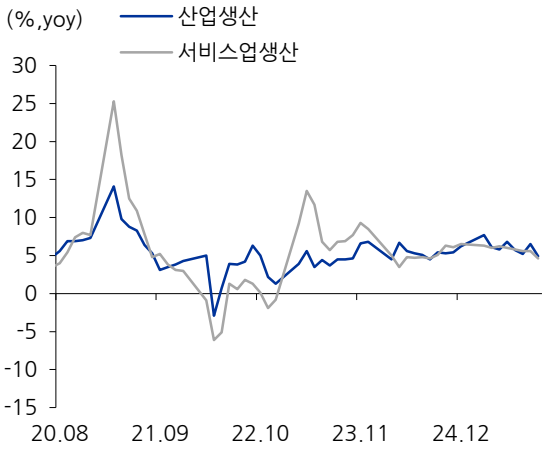
둔화 흐름 반전시킬 정책 필요

- 2025년 중국 경기는 상고하저의 흐름. 중국 명목 성장률은 실질성장률을 10개 분기 연속 하회하며 디플레 압력이 지속.
- 924 정책 패키지 이후 상반기 경기가 개선되다 3분기부터 산업생산을 제외하고 투자와 소비 지표 모두 둔화하는 흐름을 나타냄.
- 상반기 경기 호조로 2025년 전체 성장률 5%는 무난하게 달성할 전망이나 경기 둔화의 흐름을 다시 반전시킬 부양 정책은 필요해 보임.

10개 분기 연속 디플레 압력 지속

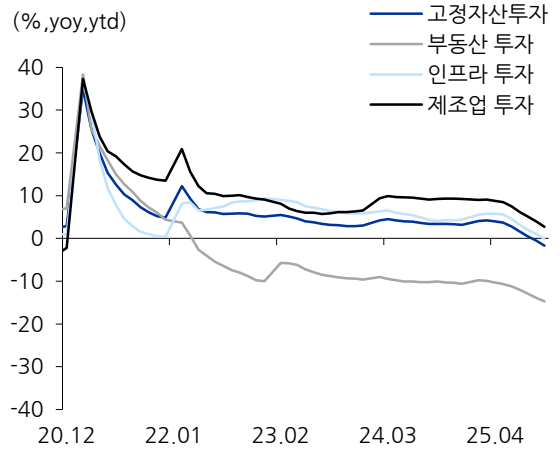
자료: Choice, 유진투자증권

산업생산은 양호



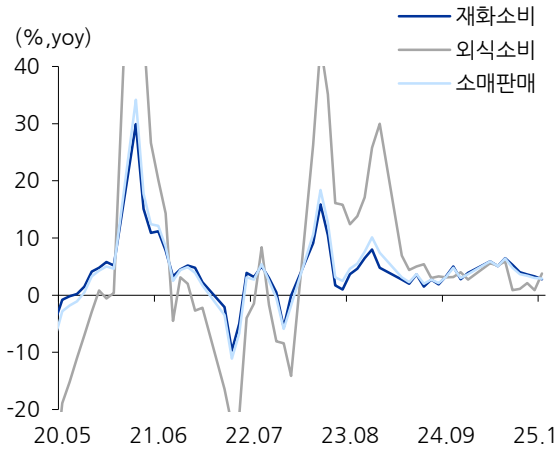
자료: Choice, 유진투자증권

고정자산투자 감소 전환



자료: Choice, 유진투자증권

소비도 3분기 들어 둔화



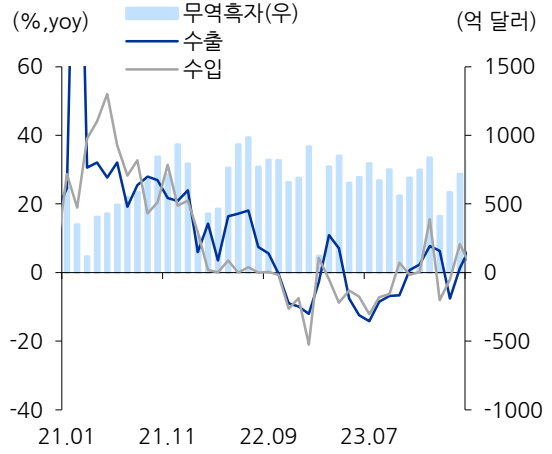
자료: Choice, 유진투자증권

미-중, 1년간 잠시 화해 모드

조건부 안정 상태

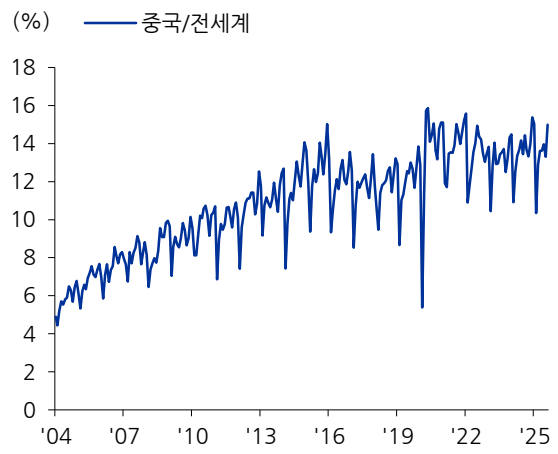
- 2025년 관세 전쟁으로 불확실성이 확대되었으나 미국의 수출 감소분을 아세안, 아프리카로 대체하는 데에 성공하며 경쟁력을 유지. 그래도 2026년 수출은 11월 미국과의 추가 합의 달성으로 안정화될 가능성.
- 다만 1단계 무역합의처럼 서면으로 작성된 것이 아닌 임시 프레임으로 체결된 조건부 안정 상태이기 때문에 추후 미국 측에서 비관세 조치로 공격을 시작한다면 중국도 맞대응 가능성 높음.
- 특히 유예가 끝나는 시점이 미국 중간선거 시즌과 맞물려 내년 11월 이후 갈등이 재차 격화될 가능성.

미중 합의 달성, 수출 안정 기대



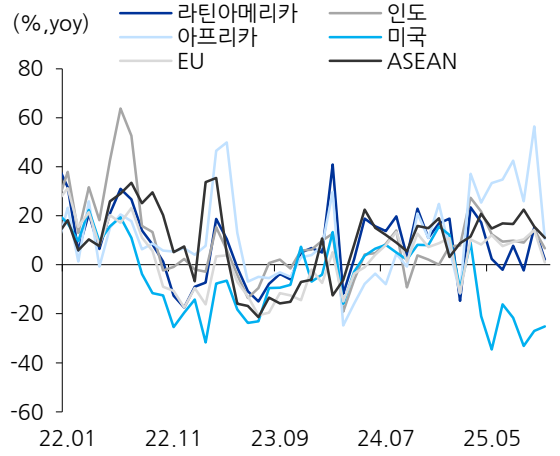
자료: Choice, 유진투자증권

전세계 대비 중국 수출 비중은 안정적



자료: Choice, 유진투자증권

미국의 감소분을 아세안, 아프리카가 대체



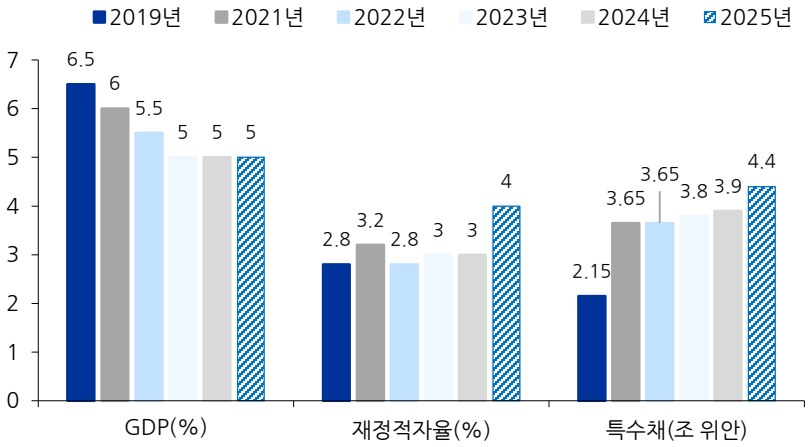
자료: Choice, 유진투자증권

2026년에도 부양은 계속

핵심은 구조조정, 혁신, 내수

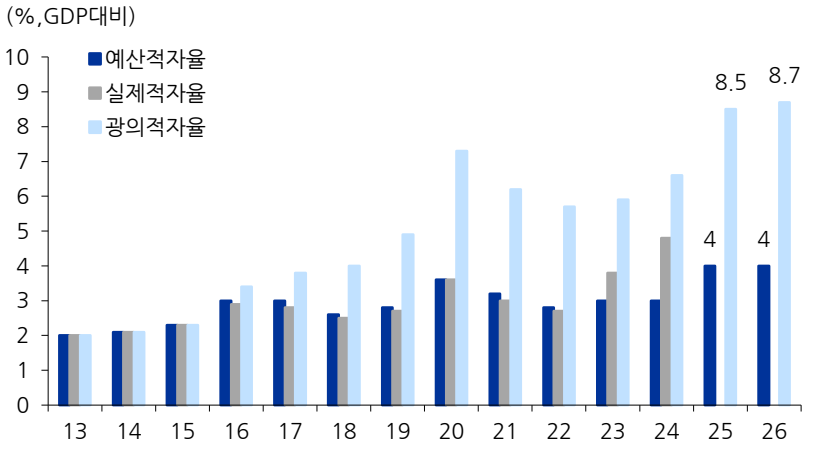
- 2026년 성장 목표는 5% 내외로 유지할 가능성이 높음. 15.5계획의 시작이기 때문에 경기 부양 강도가 2025년과 비슷한 수준을 유지할 것으로 보여짐. 그러나 2025년 하반기부터 경기 둔화가 심화되고 있음을 고려하면 2026년 중국 GDP 성장률은 4.7%까지 둔화할 가능성이 있음.
- 2026년의 핵심 키워드는 구조조정과 혁신으로 보여짐. 목표는 구조조정을 통해 비효율을 감축하고 효율적인 산업에 투자를 확대해 생산성을 높이고 내수 확대를 통해 질적 성장을 달성하는 것.

역대 양회에서 설정된 목표치



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

2026년도 경기 부양 강도는 올해와 비슷하게



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

02

냉정과 열정 사이

산업 간 투자 양극화

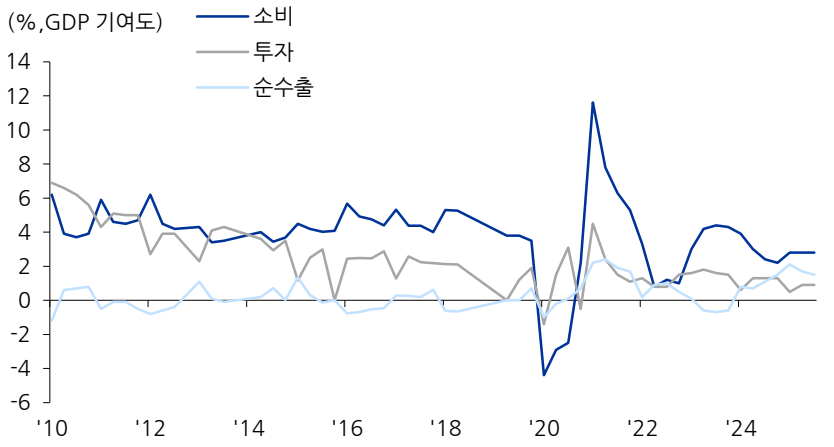
장기적으로 온도 차 축소 전망

하반기 들어 많이 위축된 중국 투자

기업 이익 부진 + 반내권 + 14.5계획 마무리의 영향

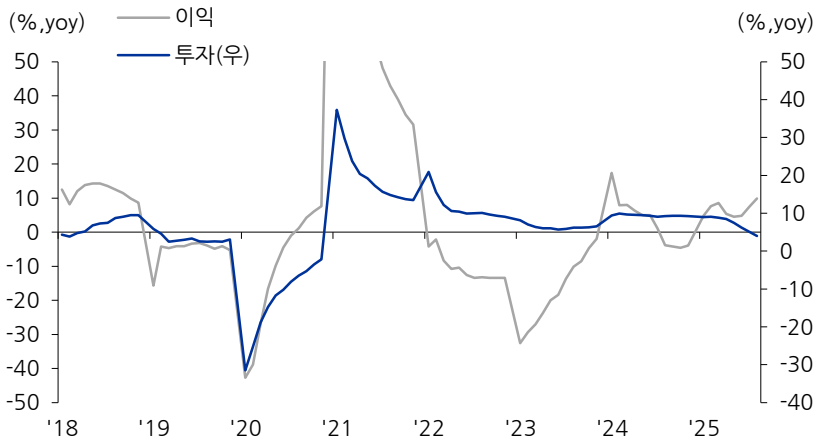
- 중국의 투자 효율화는 장기적으로 효율성이 제고되는 방향이지만 단기적으로 경기 하방 압력을 높이는 요인. 최근 중국 투자의 경제 성장 기여도가 하락하고 순수출의 기여도가 상승
- 그 배경에는 기업의 이익 부진과 반내권(anti-involution) 정책에 의한 투자 규모 축소, 14.5계획 마무리에 따른 투자처 부재 등이 있음.

투자의 경제 성장 기여도 하락



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

기업 이익 부진으로 제조업 투자 둔화



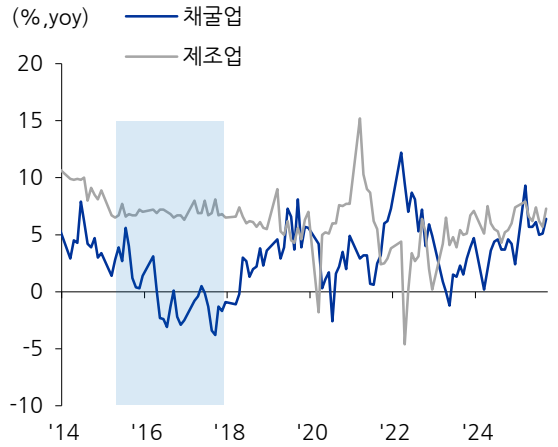
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

구조조정은 생산, 투자 감소를 야기

그러나 가격과 이익률은 개선

- 2016년 공급측 구조개혁 당시 중점 구조조정 대상은 철강, 시멘트, 알루미늄, 유리, 석탄 등 채굴, 원자재 분야에 집중.
- 이로 인해 채굴업과 원자재업 산업생산은 2015년 말 +1.4%에서 2016년 말 -2.5%로 감소, 제조업이 +7%에서 +6.3%로 소폭 둔화한 것과 대조됨.
- 투자 역시 채굴업은 -8.8%에서 -20.4%로 큰 폭 감소, 제조업은 +8.1%에서 +4.2%로 둔화.
- 그러나 구조조정 효과로 가격과 이익은 개선됨. 2015년 말 -19.7%였던 채굴업 PPI는 2016년 말 +21.1%로 급등, 원자재업 PPI도 -10.3%에서 +9.8%로 양전함. 이에 따라 생활재 PPI도 -0.4%에서 +0.8%로 개선됨.
- 이익률 또한 채굴업은 2016년 초 -1.3%를 저점으로 2016년 말 +3.7%까지 반등하는 데에 성공함. 같은 기간 제조업 이익률은 +5.2%에서 +6%로 소폭 개선.

구조조정으로 채굴업 산업생산 감소

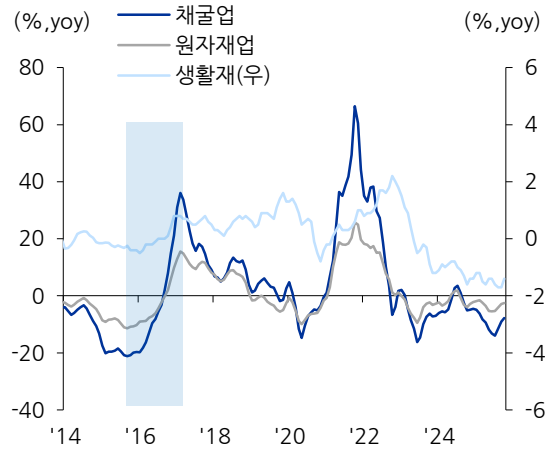


자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

투자도 감소

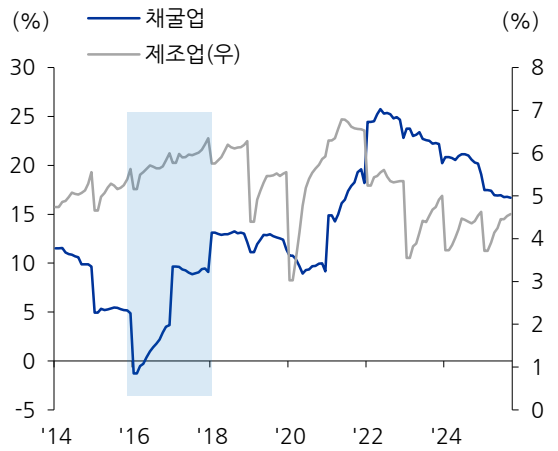
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

PPI는 급격한 반등세 기록



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

기업 이익률도 큰 폭 개선



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

공급측 구조개혁과 다른 점

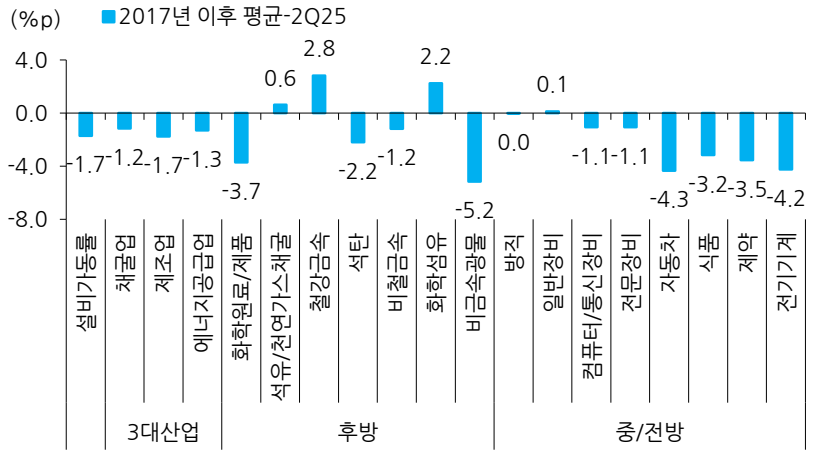
민영기업의 과잉투자 + 중/전방 산업 중심

- 이번 반내권과 공급측 구조개혁의 가장 큰 차이점은 1) 민영기업의 과잉투자로 인해 시작되었다는 것과 2) 중/전방 산업을 중심으로 저가 경쟁이 치열해졌다는 것. 민영기업의 고정자산투자는 팬데믹 이전까지 대체로 국영기업의 투자 증가율을 상회함.
- 산업의 공급 과잉을 나타내는 설비가동률도 2017년 이후 평균 대비 2Q25 방직업과 일반 장비 제조업을 제외하고 중/전방산업을 중심으로 하락함. 중/전방 산업의 공급과잉이 나타나고 있음.

민영기업의 과잉투자로 경쟁 심화

자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

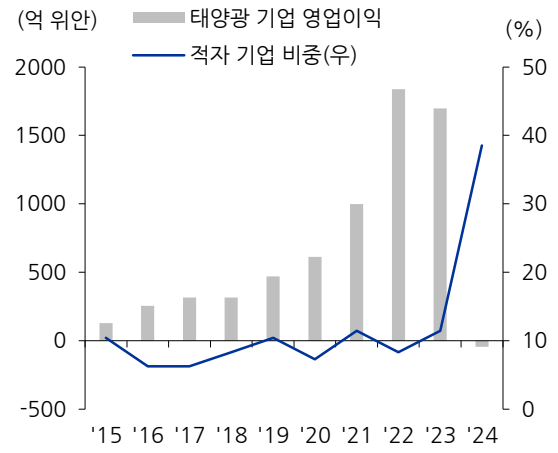
중/전방 산업 중심으로 설비 가동률 하락, 공급과잉



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

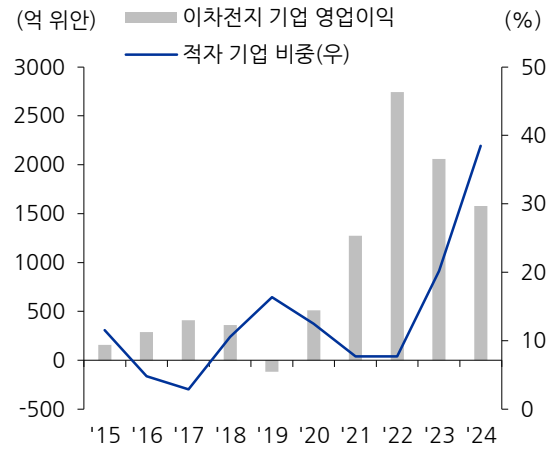
과도한 경쟁으로 기업 이익 부진

태양광 영업이익 급감



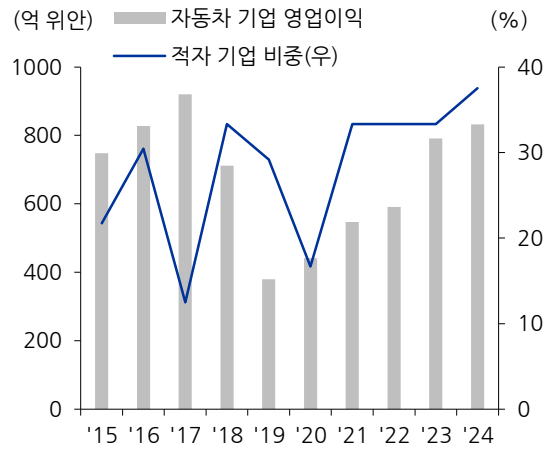
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

이차전지 영업이익도 감소



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

자동차 영업이익 2017년 대비 부진



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

반내권 정책 발표 이후 폴리실리콘 가격 상승

자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

탄산리튬 가격도 상승세

자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

코크스 가격도 반등

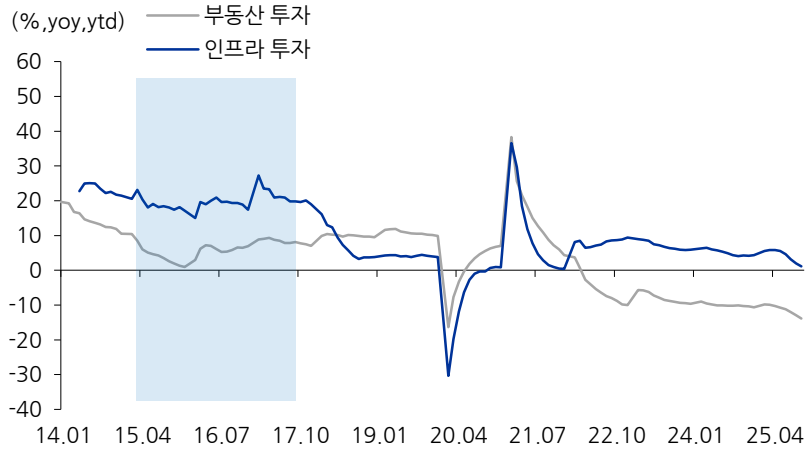
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

경기는 조금 더 불리

부동산과 수출의 압박

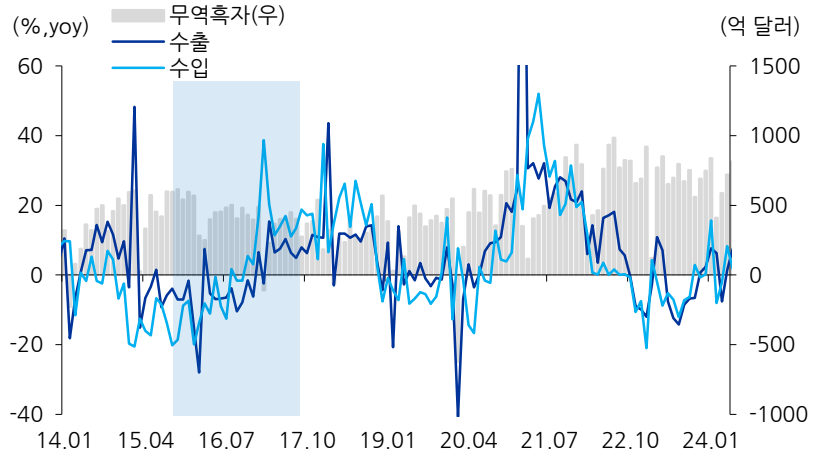
- 거시 정책도 다름. 공급측개혁 당시에는 판자촌 개혁이 추진되면서 부동산투자 호황기에 진입, 인프라 투자도 15~20%의 고성장을 유지하면서 수요 개선이 가파르게 진행됨, 수출 또한 2012년 유럽 재정 위기 이후 2016년부터 글로벌 경기 회복이 진행됨에 따라 수출 또한 큰 폭 개선.
- 그러나 현재는 부동산 구조조정으로 하방 압력이 지속되고 있는데다 탈세계화의 움직임으로 수출도 크게 개선되기 어려운 상황.

공급측개혁 시기 판자촌 개혁으로 부동산, 인프라 투자 증가



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

글로벌 경기 회복으로 수출 또한 큰 폭 개선



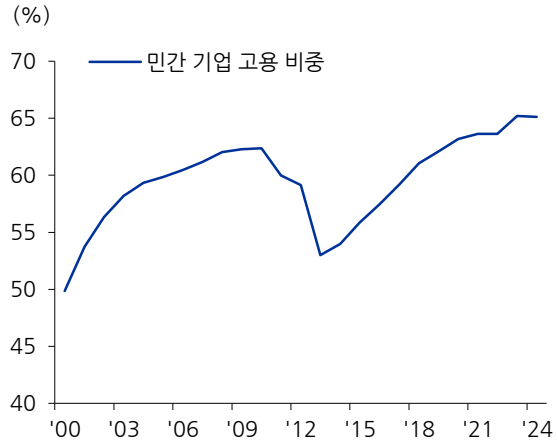
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

정부가 섣불리 개입하지 쉽지 않은 중/전방 산업

분산, 소규모, 높은 고용 비중, 약한 재무 체력

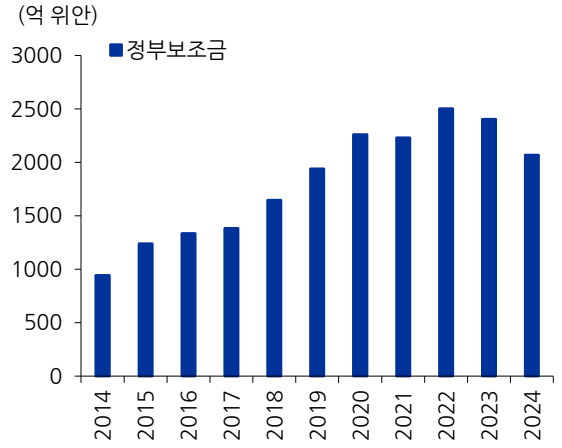
- 산업 특성상 후방 산업은 프로젝트 규모가 수십억 수백억 위안대로 크기 때문에 지방정부 입장에서도 대규모 고용 창출과 지역 GDP 급증을 유도할 수 있고, 이에 따라 세수 기여도가 높으며, 산업단지 조성, 전력/물류 인프라 건설, 부동산 수요를 동반하기 때문에 투자를 선호함. 그러나 중후방 산업의 경우 상대적으로 분산되어 있고 소규모이기 때문에 지방정부의 지원을 받기 쉽지 않음.
- 또한 민영기업은 고용 비중이 65%로 높고 재무적 체력이 약하기 때문에 강제적 감산과 퇴출은 실업 증가, 지역경제 위축으로 직결됨. 그렇기 때문에 지방정부도 섣불리 개입하기 쉽지 않음. 따라서 강제적 감산보다는 고효율 기업 중심의 정리가 필요함.
- 그렇다면 낙후 설비를 정부가 보상매입하고 소비 촉진 정책을 병행해 산업 재편을 유도해야 함. 그러나 지방정부 역시 부동산과 세수 수입 부진, 음성 부채 해소 등으로 재정 부담이 큰 상황.

민간 기업 고용 비중 65%



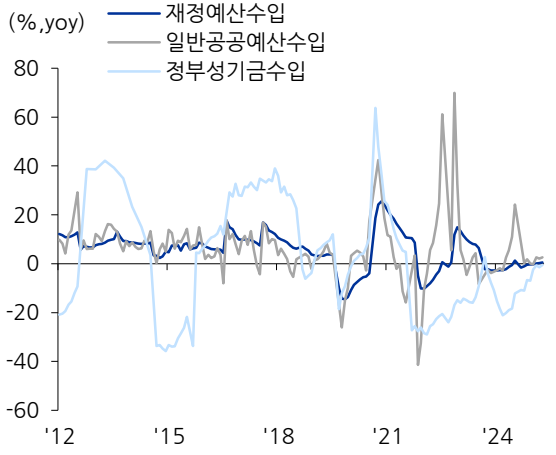
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

정부 보조금 2022년을 정점으로 감소



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

지방정부의 수입 부진



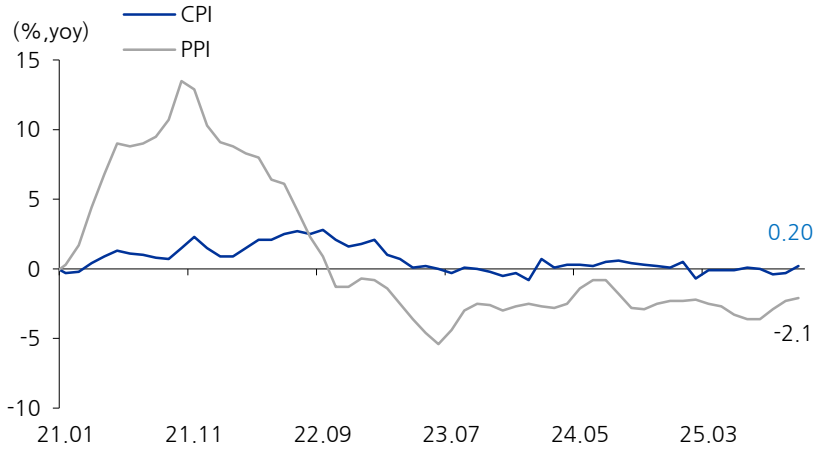
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

장기적으로 진행될 반내권 정책

‘26년 PPI, 기업 이익 회복 기대되나 산업간 투자 양극화 예상

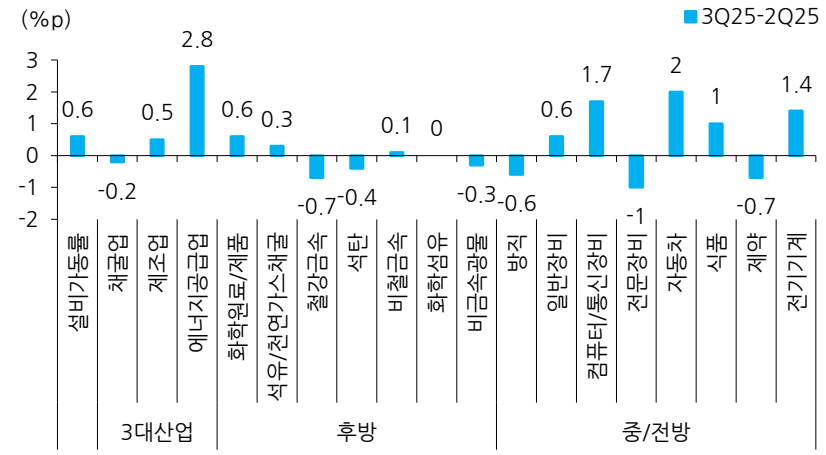
- 따라서 반내권 정책은 장기적으로 추진될 것. 2026년 급격하지는 않더라도 PPI는 0% 부근까지 낙폭을 줄여나갈 가능성.
- 3분기 반내권 정책이 발표된 이후 가격 반등, 기업 이익 반등이 이루어지고 있음, 가격의 회복은 2026년 기업 이익 회복의 핵심 동력이 될 것.
- 다만 AI 등 국가 전략 산업과 그렇지 않은 산업 간의 투자 양극화가 나타날 전망.

반내권 정책 발표 이후 물가 반등



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

설비 가동률도 소폭 개선



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

국가 전략: 기술 혁신

이제 단순 산업 육성이 아닌 적용까지

- 14차 5개년 계획이 중국식 현대화의 기반을 만들기 위해 기술 혁신 만을 강조했던 시기라면 15차 5개년 계획은 혁신 기술을 산업 전반에 적용하여 중국식 현대화의 기반을 완성하는 시기로 볼 수 있음
- 14.5계획의 전략적 우선 순위는 1) 과학기술 혁신, 2) 산업 체계, 3) 내수 시장 강화, 4) 친환경 발전, 5) 개혁개방, 6) 민생, 안보, 문화 등이었다면, 15.5계획의 전략적 우선 순위는 1) 현대화 산업 체계, 2) 과학기술 혁신, 3) 내수 시장 강화, 4) 개혁개방, 5) 민생, 6) 친환경 발전 등 순.
- 과학기술 혁신보다 현대화 산업 체계가 최우선 과제로 격상하였으나 과학기술 혁신에 대한 중요성은 유지. 기술 혁신과 동시에 혁신 기술을 산업과 경제 전반에 적용하는 것을 핵심 목표로 설정.

15차 5개년 계획 분야별 내용 변화

분야	14.5	15.5	변화
경제발전	경제발전의 새로운 성과	고품질 발전의 현저한 성과	질 중심 전환
과학기술	경제발전에서 언급	과기자립자강 수준 대폭 제고	독립 목표로 격상
개혁개방	새로운 발걸음	돌파적 진전	돌파' 강조
문화·사회	사회문명 수준 향상	문명수준 현저히 제고	소프트파워 신규 언급
생태문명	생태문명 새로운 진전	중대한 진전	질적 전환 강조
민생복지	복지 수준 제고	생활 품질 향상	'복지→품질'
국가안보	거버넌스 효율 제고	안전방벽 강화	안전중심 강화

자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

15차 5개년 계획 전략적 우선순위 변화

분야	14.5	15.5	변화	정책적 의미
현대 산업체계	2	1	↑	혁신 중심 → 산업 응용 중심으로 전환
과학기술 혁신	1	2	↓	산업과의 융합 강화
강대한 내시장	3	3	→	내수 전략의 핵심 위치는 안정적으로 유지
대외개방	9	5	↑	탈세계화에 대응하기 위해 더 적극적 개방 추진
사회민생	10	9	↑	경기 회복을 위한 민생 중요도 상승
녹색발전	8	10	↓	순위 소폭 하락하였으나 중요도는 여전

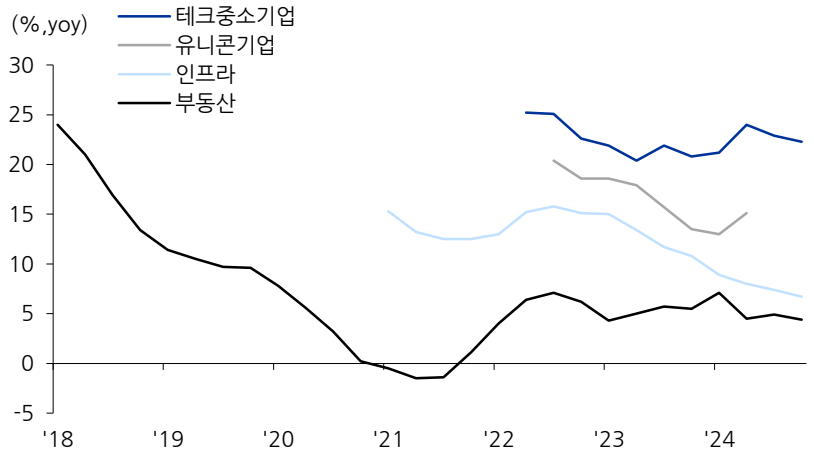
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

신질생산력(New Quality Productive Forces)

육성 산업과 非육성산업 간 대출, 고용 양극화 나타나

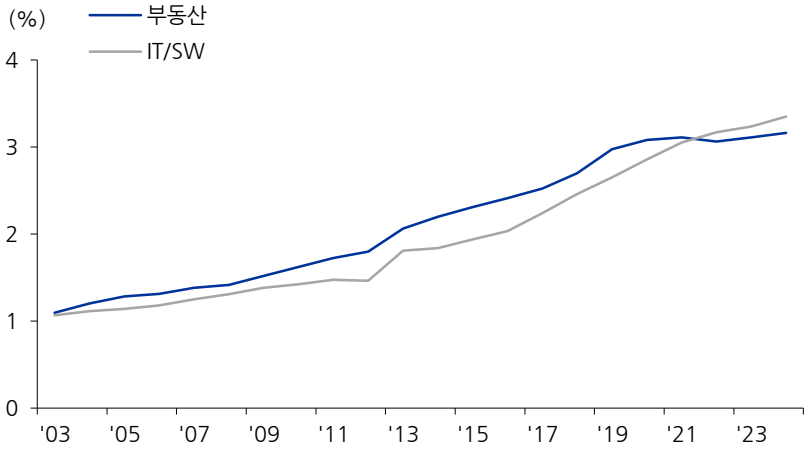
- 중국은 신질생산력을 기반으로 현대화 산업 체계 구축할 계획. 신질생산력으로는 1) 전략적 신흥 산업 (IT, 생명공학, 신에너지, 항공우주, 첨단 제조, 저공경제 등), 2) 미래 산업 (AI, 메타버스, 로봇공학, 양자기술 등), 3) 디지털 경제 (컴퓨팅, 빅데이터, 클라우드 컴퓨팅, 산업 인터넷, IoT 등), 4) 전통 산업 업그레이드 등이 있어 해당 산업에 주목할 필요가 있어 보임.
- 중국이 경제성장 동력을 과학기술 산업으로 전환한 이후 부동산 기업 대출은 줄어드는 반면 과학기술 관련 기업의 대출은 속도가 소폭 둔화되었으나 여전히 적극적으로 진행 중. 2022년 IT/SW 산업 고용 비중은 부동산을 넘어섬.

신경제(테크, 유니콘) 대출 고성장, 구경제(부동산, 인프라) 둔화



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

2022년 IT/SW 고용 비중 부동산 추월



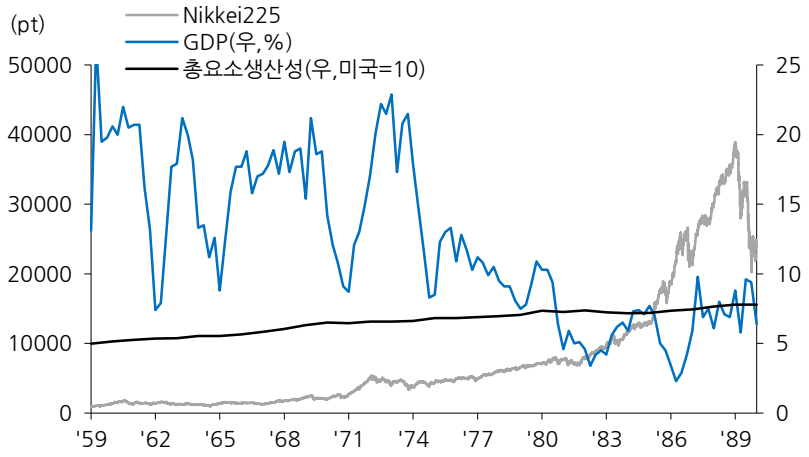
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

목표는 생산성 향상

경제 성장률 둔화 국면에서도 생산성 개선 시 주가 상승

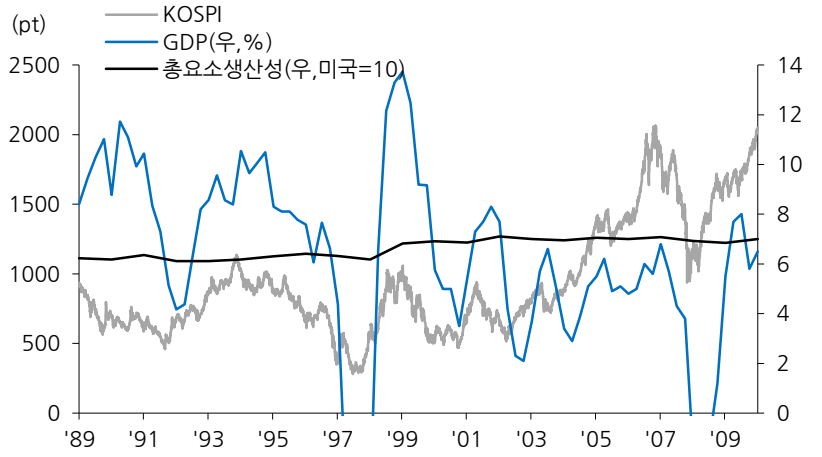
- 결국 15.5개혁의 핵심은 생산성을 제고하는 것으로 볼 수 있음. 생산성의 향상은 경제성장률 둔화국면에서도 증시 상승을 이끄는 동력이 됨.
- 1975년~1990년 일본의 평균 GDP 성장률은 +7.8%yoy로 1959~1974년 평균인 +16.8%yoy 대비 큰 폭 둔화함. 그러나 당시 총요소생산성은 미국(=10) 대비 5.1에서 7.8까지 개선됨. 이에 따라 일본의 Nikkei225 지수는 약 8.7배 상승함.
- 한국 또한 1990~2002년 평균 GDP 성장률이 +7.3%yoy, 2003~2010년 평균 GDP 성장률은 +4.3%yoy로 하락하였으나 총요소생산성이 6.2에서 7로 개선됨에 따라 코스피지수는 약 4.5배 상승함.

'60~'90년 일본 경제 성장률 둔화에도 생산성 개선되며 주가 상승



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

'90~'10년 한국도 마찬가지



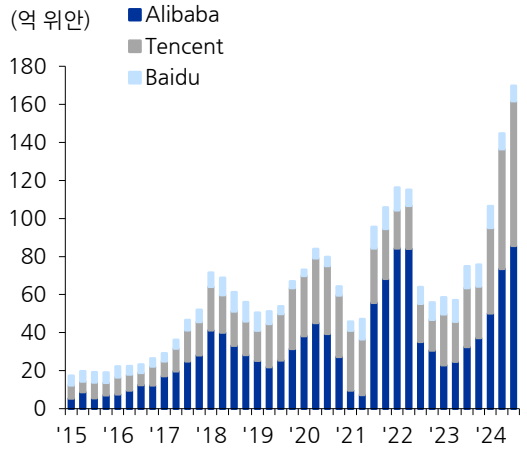
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

중국도 생산성 향상이 필요

투자 확대 수혜는 우선 AI HW 인프라가

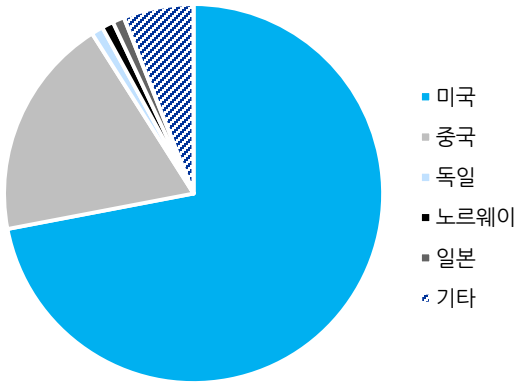
- 결국 중국도 둔화하는 경제 성장률, 인구 고령화 등을 고려하면 AI 등 첨단 산업 발전을 통해 생산성을 제고할 필요가 있음.
- 중국 AI 모델은 글로벌 선도 모델과 어깨를 나란히 하는 수준에 도달, 또한 중국 빅테크 업체의 대규모 Capex 증가와 정부의 컴퓨팅 인프라 투자 확대가 진행되고 있다는 점이 긍정적.
- 중국은 아직 1인당, 산업생산당 컴퓨팅 규모가 미국의 1/16, 1/5정도에 그침. 칩, 광모듈, 서버 등 하드웨어 인프라는 Capex 증가, 시장 수요 증가 등의 수혜를 가장 먼저 볼 것으로 예상.

중국 빅테크 BAT Capex '25년 대폭 증가



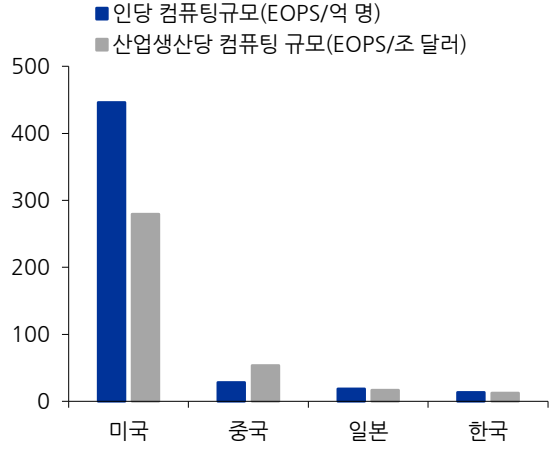
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

중국 AI 컴퓨팅 글로벌 점유율



자료: EPOCH AI, IDC, 유진투자증권

1인당, 산업생산당 컴퓨팅 규모



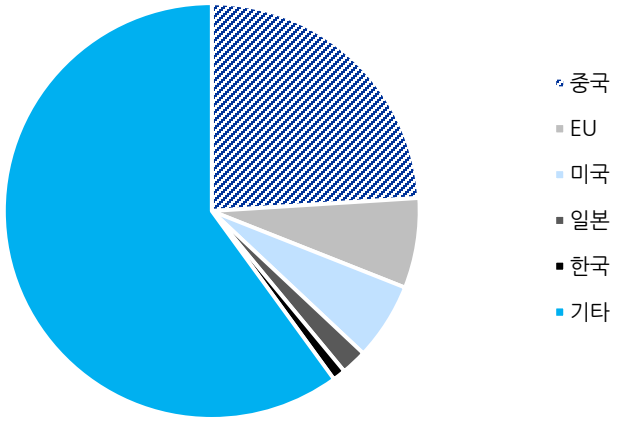
자료: EPOCH AI, IDC, 유진투자증권

향후 큰 기회가 예상되는 AI 응용 분야

기업 + 개인 모두 성장 잠재력 大

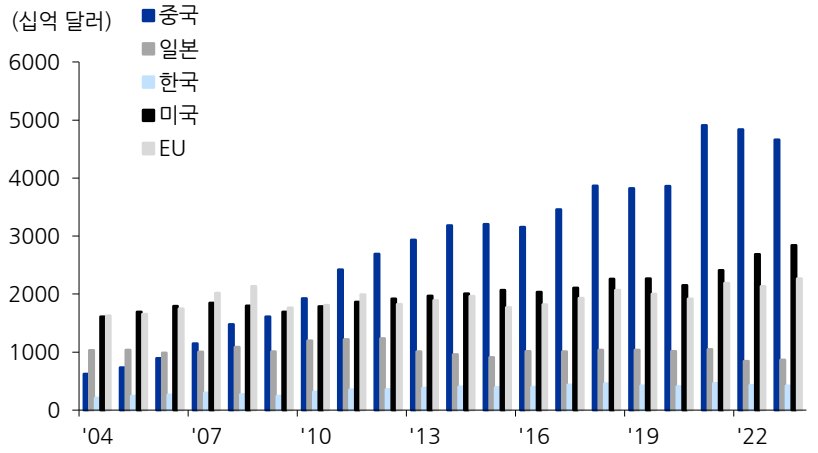
- 아직 AI 응용의 상업화 모델은 대부분은 검증 단계에 위치해 있어 중국 내 AI 응용 센터는 AI 인프라 섹터 대비 주가 흐름이 부진.
- 그러나 중국은 전세계에서 23.6%에 달하는 인터넷 개인 사용자를 보유하고 있고, 산업생산규모도 전세계의 23.7%로 가장 큰 만큼 구조적 기회는 AI 응용 시장에서 나타날 가능성이 있음.

인터넷 개인 사용자 중국 비중 24%



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

전세계의 24%를 차지하는 중국 산업생산규모



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

03

내수도 구조 전환

소비 수요의 고도화

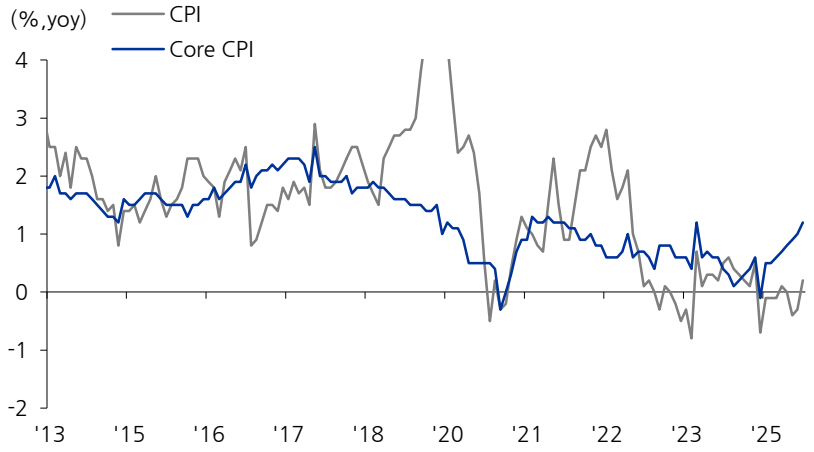
새로운 내수 성장동력이 될 서비스

내수 확대, 이제는 서비스로

소비 수요의 고도화 진행 중

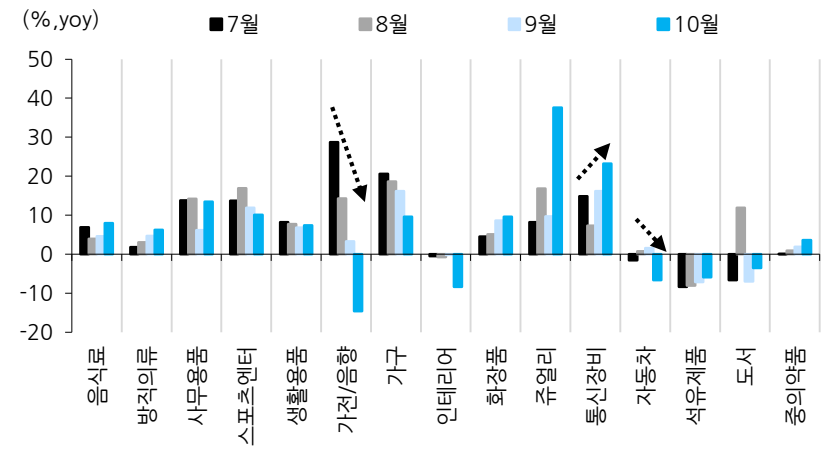
- 15.5계획에서는 기술 혁신과 함께 고품질의 소비재와 서비스 공급 확대, 진입 규제 완화와 산업간 융합을 통한 서비스 소비 확대를 강조함.
- 중국에서도 올해 상반기 이구환신 정책 효과가 점차 소멸되면서 상품소비에서 서비스 소비로 이동하는 모습이 확인되고 있음. CPI에서도 식품과 에너지 가격을 제외한 Core CPI의 경우 헤드라인 CPI와는 달리 상승세를 이어가고 있음.
- 내수는 경제 발전 단계 별로 구조가 뚜렷하게 달라짐. 초기 단계에는 먹고 입는 등 생활에 필수적인 비내구재를 중심으로 수요가 강하고, 중기 단계에는 가전, 자동차 등 내구재가, 후기 단계에는 소득이 증가함에 따라 경험과 감성을 중시하는 서비스 소비 중심의 수요가 두드러짐.
- 중국 역시 경제 발전, 인구 구조의 변화 등으로 사람들의 물질적 욕구가 점차 정신적, 경험적 욕구로 수요가 고도화되고 있음을 보여줌.

식품과 에너지 가격 제외한 Core CPI 상승 지속



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

이구환신 관련 소비 약화



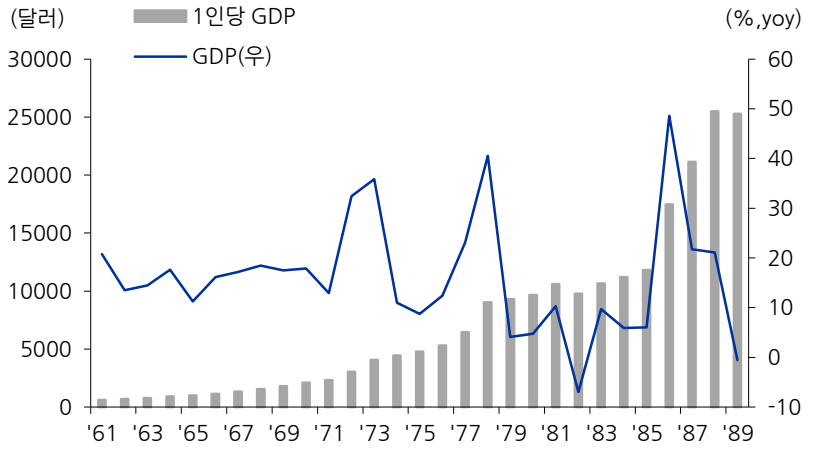
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

소비 고도화 사례①: 일본

전환점: 1인당 GDP 1만 달러 돌파

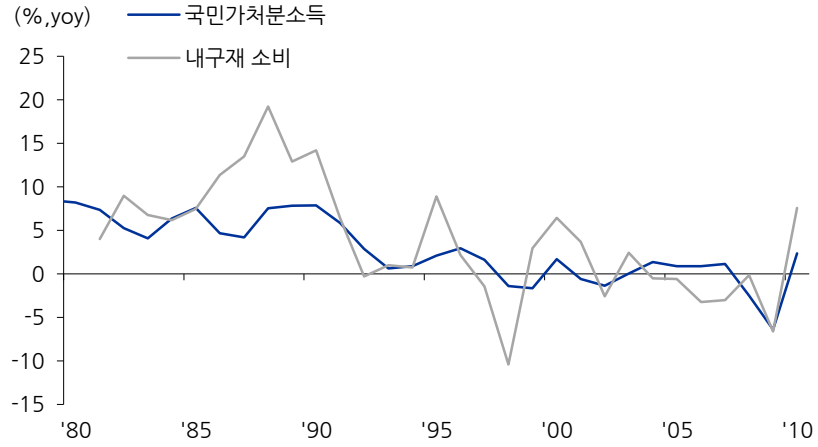
- 일본의 경우 1945~1960년대 2차 세계 대전 직후에는 생활에 필수적인 非내구재를 중심으로 내수 시장이 형성됨.
- 그리고 1960년, 국민소득배증계획이 성공함에 따라 1인당 GDP가 508.7달러에서 1970년 2,100.7달러로 고성장, 1980년대까지 일본 경제가 고성장 하며 TV, 세탁기, 냉장고 등 3대 가전을 중심으로 내구재 소비가 폭발.
- 1990년 대에는 일본의 부동산 버블이 붕괴되며 상품 소비가 둔화하기 시작했고, 2024년 기준 일본의 서비스 소비 지출은 상품 소비 지출의 1.3배로 증가.

1960년~1970년대 일본 1인당 GDP 고성장



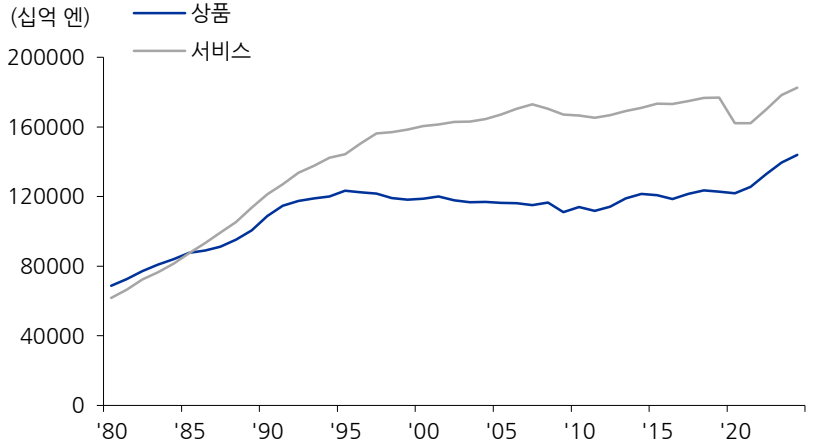
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

1980년대 소득의 고성장으로 내구재 소비 폭발



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

1990년 버블 붕괴 이후 상품 소비보다 서비스 소비가 늘어



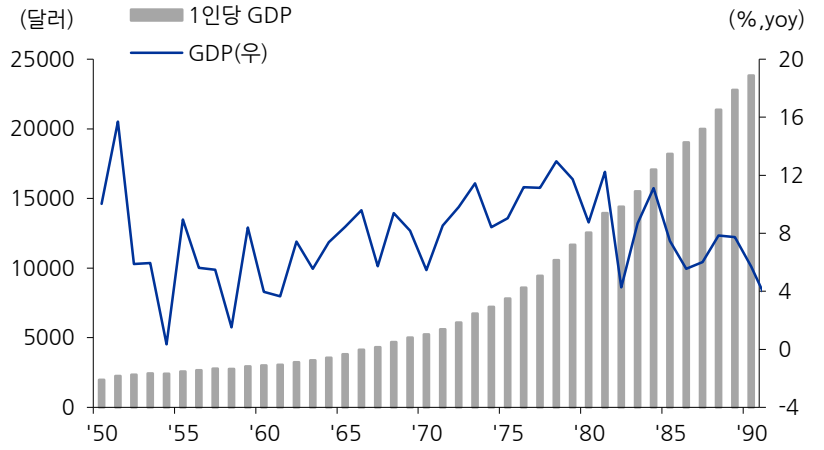
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

소비 고도화 사례②: 미국

전환점: 스태그플레이션

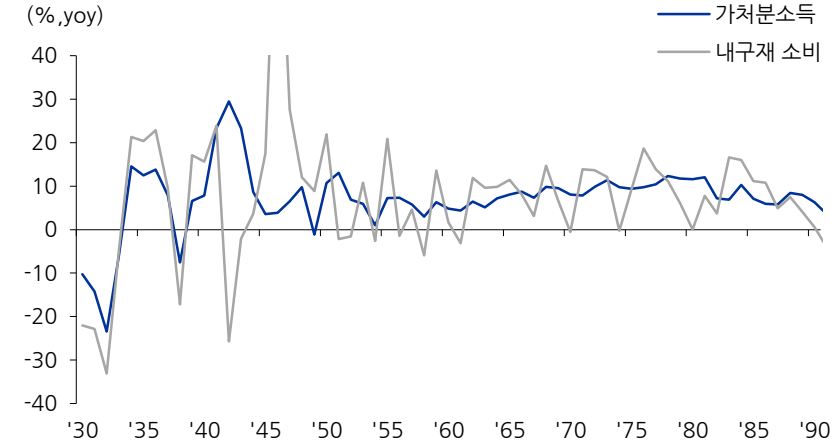
- 미국 또한 1차 세계 대전 이후 1920~1970년 경제 고성장기를 맞이함에 따라 내구재 소비가 급격하게 증가함.
- 전쟁 직후 경제 황금기가 지나고 1973년, 1979년 두차례의 오일쇼크로 스태그플레이션을 맞이함에 따라 미국 경제는 새로운 발전단계에 진입.
- 물가 급등으로 상품 가격이 급격하게 상승하면서 서비스 소비가 상대적으로 강화되면서 미국 내수를 주도하기 시작, 2024년 기준 미국의 서비스 소비 비중은 68.5%에 달함.

1950~1970년대 미국 1인당 GDP 고성장



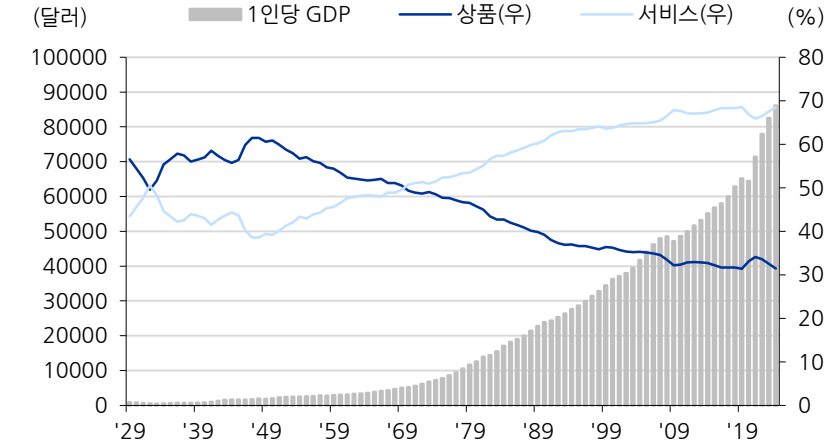
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

소득 증가로 내구재 소비도 급증



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

1970년 이후 미국 서비스 소비가 내수 주도



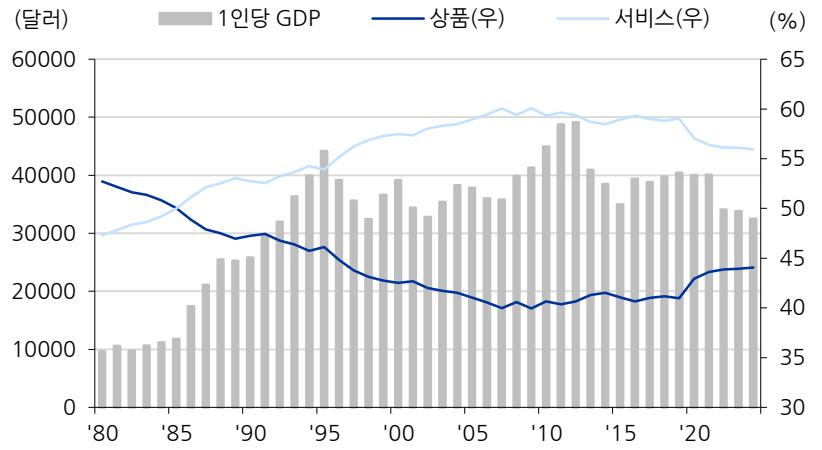
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

내수 구조 전환점에 도달한 중국

앞으로 中 내수의 핵심은 서비스

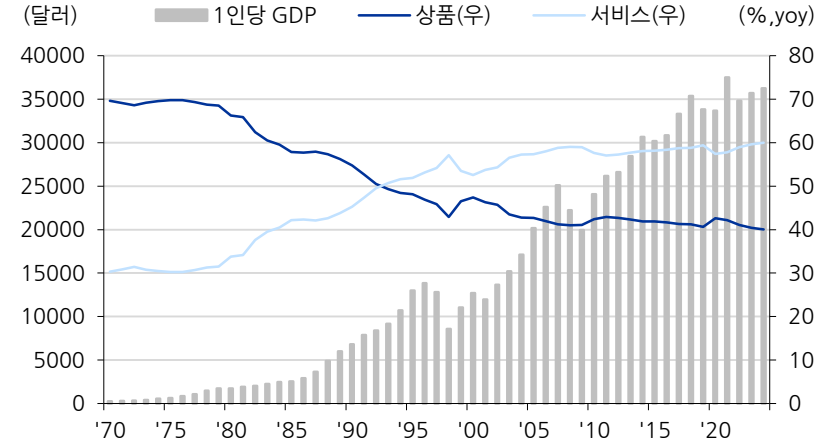
- 1인당 GDP 1만 달러 미만에서 서비스 소비가 상품 소비를 압도한 미국의 특수한 사례를 제외하면 일본, 한국 등 대부분 1인당 GDP가 1만~2만 달러 구간에서 서비스 소비가 급격하게 늘어나는 모습.
- 중국의 경우 2018년 1인당 GDP가 1만 달러를 넘어섰고, 2024년 기준 1인당 GDP는 13,306달러를 기록. 서비스 소비 비중은 2024년 기준 46.1%로 아직 상승 여력이 존재.
- 향후 중국의 중요한 내수 엔진은 서비스 소비가 될 가능성이 높음.

일본 1인당 GDP 1만 달러 돌파 후 서비스가 내수 주도



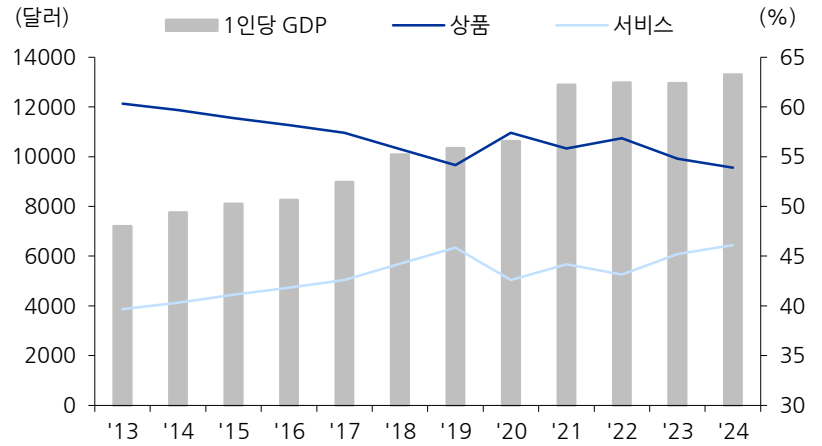
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

한국도 1인당 GDP 1만 달러 돌파 후 서비스가 내수 주도



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

중국의 서비스 소비 비중은 46%로 상승 여력 존재



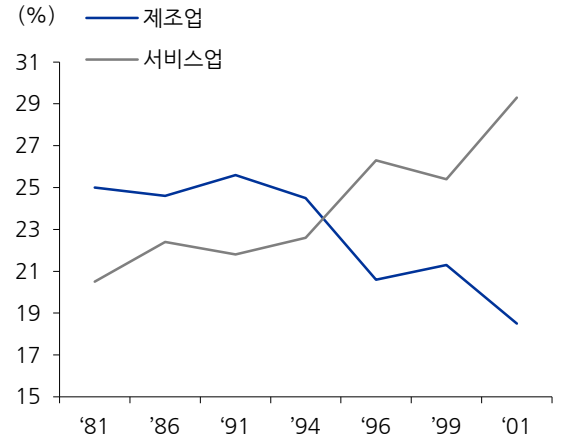
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

서비스업의 활성화 -> 고용 확대

제조업 둔화를 서비스업이 흡수+보완

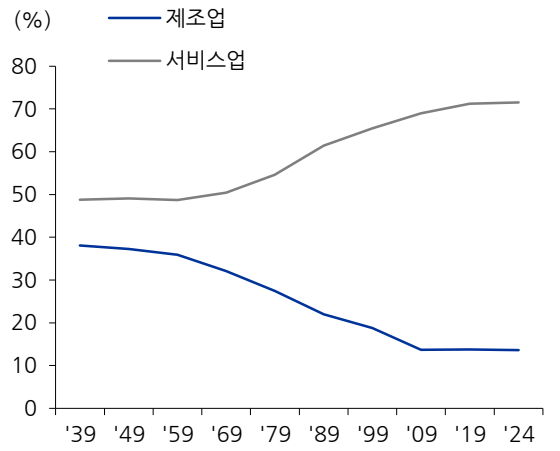
- 서비스업은 제조업에 비해 노동 투입 비중이 매우 높은 산업으로 서비스 소비가 확대될수록 고용이 제조업보다 빠르게 증가함.
- 미국과 일본 모두 서비스 소비로 내수 구조가 전환됨에 따라 고용의 중심축 또한 제조업에서 서비스업으로 이동하는 것을 확인.
- 제조업의 둔화를 서비스업이 흡수, 보완하는 것.
- 또한 서비스 소비가 고도화될수록 헬스케어, 사교육 등의 전문 인력과 레저, 호텔 등 일반 인력의 수요가 동반 증가하는 모습.

일본 고용 비중 변화



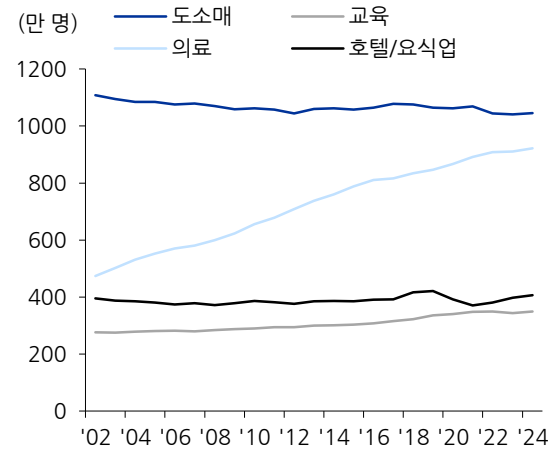
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

미국 고용 비중 변화



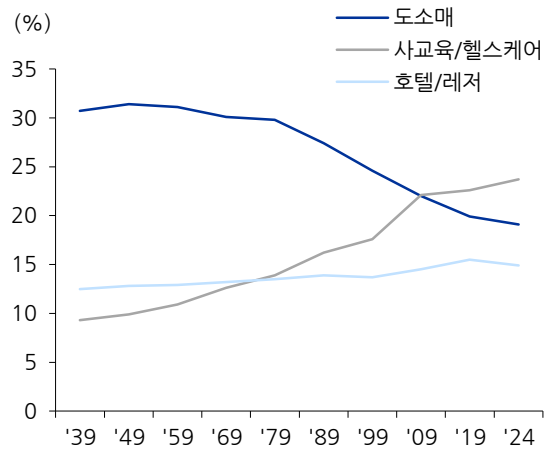
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

일본 서비스업 고용 인구 변화



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

미국 서비스업 고용 비중 변화



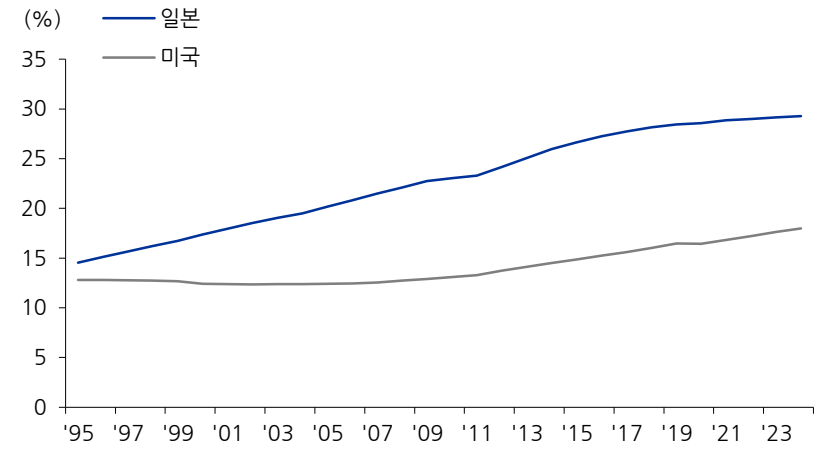
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

서비스 소비 수요가 고도화 되면

엔터/헬스케어/금융 수요 증가

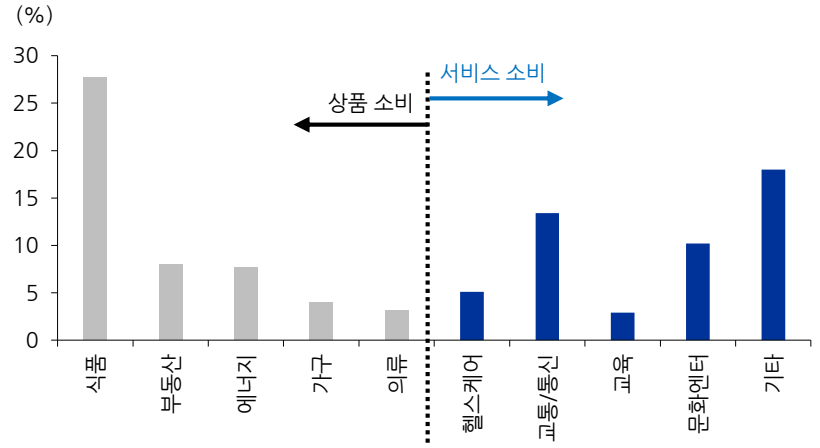
- 일본은 고령화, 1인 가구 증가 등 변화에 따라 의식주 소비 비중은 지속적으로 하락하는 반면 엔터, 레저, 헬스케어 등 소비 비중은 꾸준히 상승.
- 미국 또한 일본보다는 낮지만 고령화가 진행되면서 헬스케어에 대한 소비가 증가하고 있으며, 미국은 특히 금융자산 규모 확대에 따라 자산관리, 보험 등 금융 소비 비중이 확대되는 모습을 보임.

65세 이상 인구 비중



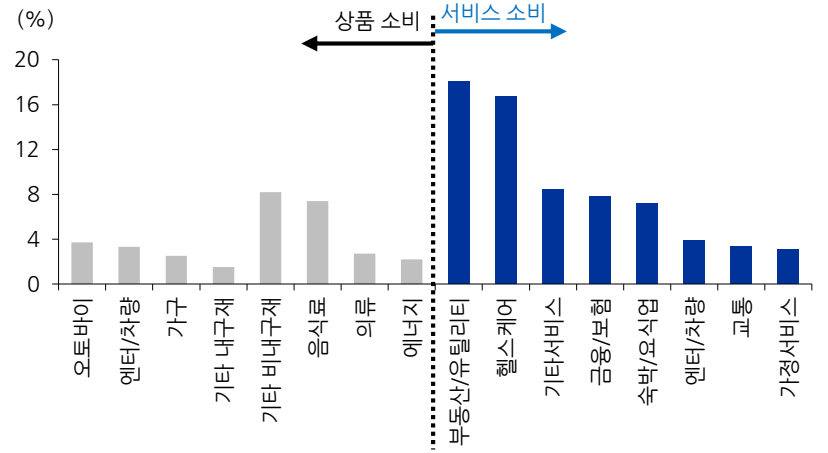
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

일본인 소비 비중



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

미국인 소비 비중



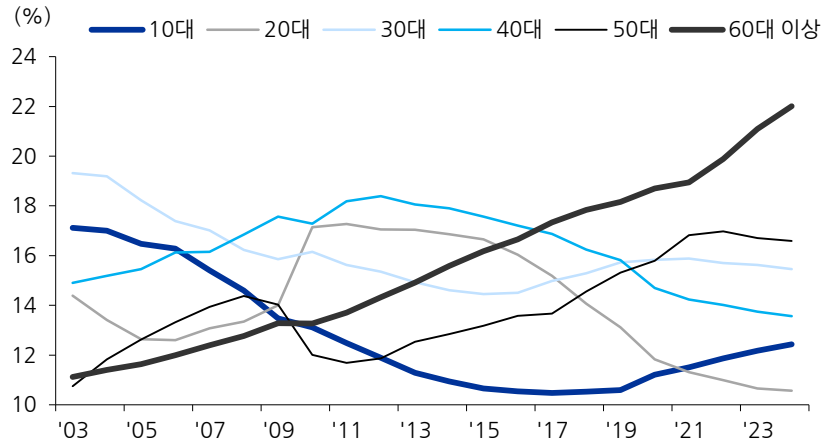
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

중국도 서비스 소비가 늘고있다

10대와 60대가 주도하는 중국의 신(新)소비

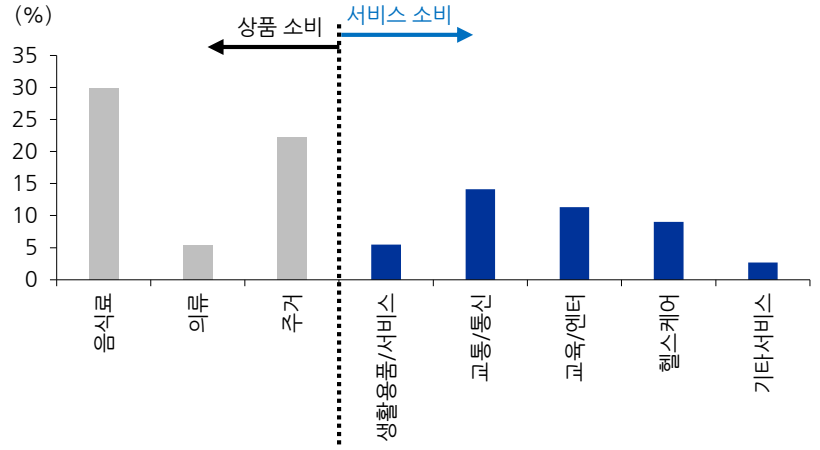
- 현재 중국 인구 비중이 늘고 있는 연령대는 10대와 60대 이상으로 양극화. 10대는 엔터 소비 선호도가 높고 60대 이상은 의료, 여행에 대한 선호도가 높은 편을 고려하면 향후 중국에서는 엔터, 헬스케어, 여행 소비가 서비스 소비를 주도할 전망.
- 2013~2024년 헬스케어에 대한 소비 지출 비중은 6.9%에서 9%로 상승하였으며 문화/엔터 소비 비중도 10.6%에서 11.3%로 소폭 상승. 반면 음식료, 의류 소비 비중은 각각 31.2%, 7.8%에서 29.8%, 5.4%로 하락함.

10대, 60대 이상 인구 비중 확대 중



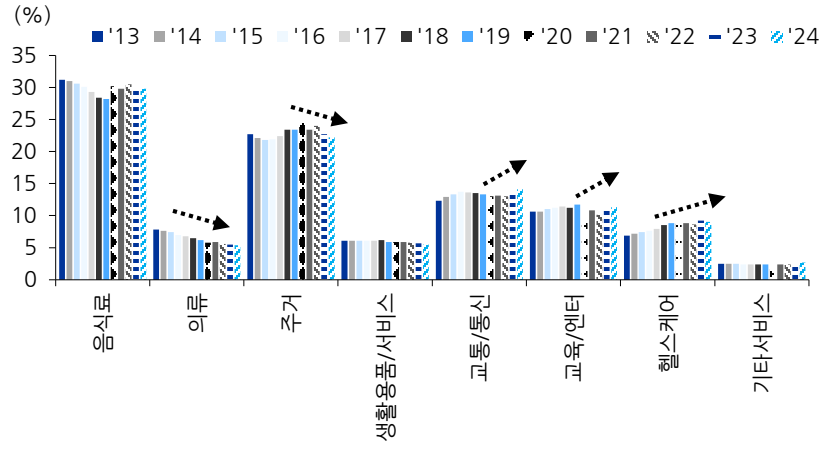
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

'아직 상품 소비 비중이 높은 중국



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

서비스 소비 점차 증가



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

04

2026 중국 증시

메인 투자 테마는 AI

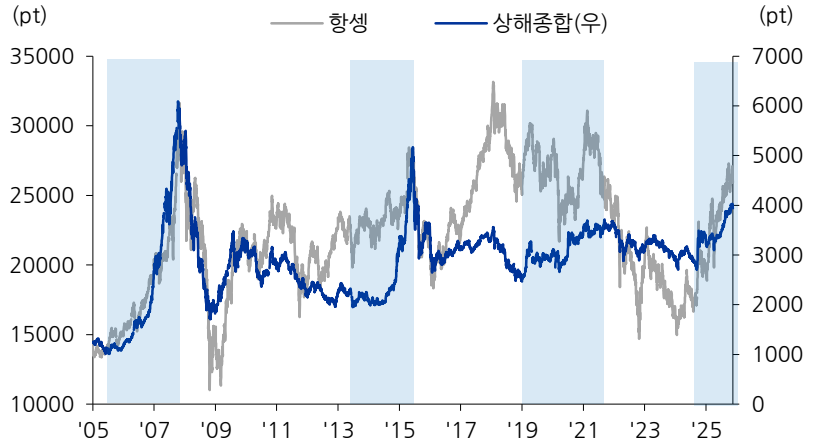
상해종합 3,800~4,600pt, 항셍 24,000~28,000pt

2026년에도 계속될 상승세

홍콩보다는 본토

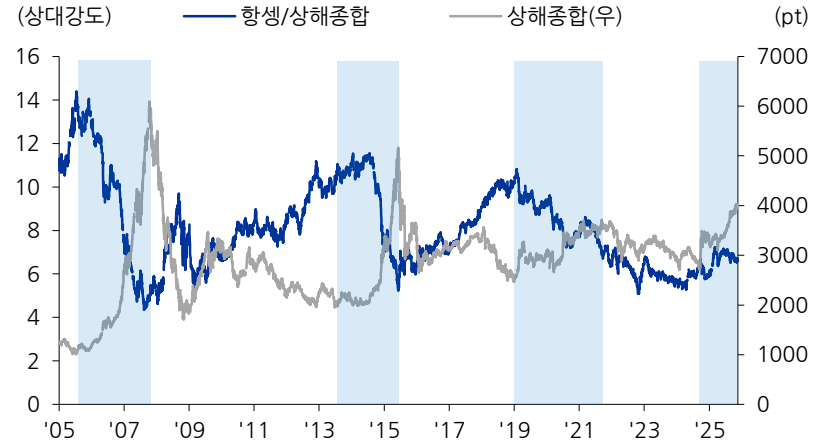
- 15.5계획 추진과 유동성 확대 기조, 가격 상승에 대한 기대에 따라 중국 증시는 상승세를 이어갈 가능성이 높음.
- 2005년, 2013년, 2019년의 상승장을 돌아보면, 중국 증시가 상승할 때 홍콩 증시도 상승세를 유지하는 모습. 그러나 상승 탄력은 홍콩보다 본토가 더 컸음.
- 2024년 9월 이후 AH프리미엄지수는 지속 하락, 균형선인 125를 하향 돌파, 상대적으로 본토의 투자 매력이 올라갔다고 판단됨

본토 증시 상승할 때 홍콩 증시도 강세



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

그러나 대체로 상대적으로 본토가 더 많이 올라



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

AH프리미엄 지수 125 하향 돌파

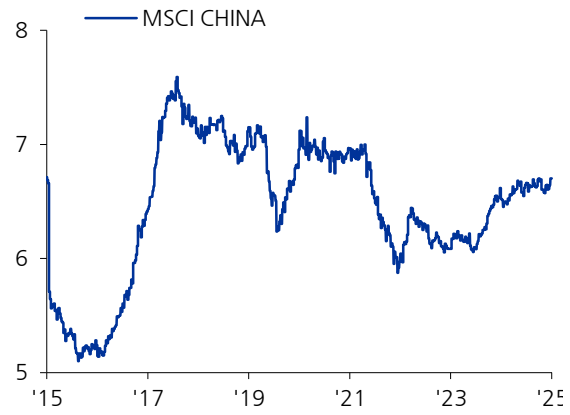
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

메인 테마는 역시 기술

금융주 투자도 병행할 필요

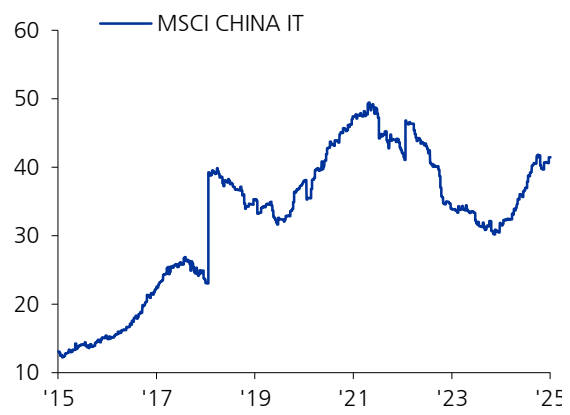
- 다만 중국내 산업간 냉탕과 온탕이 존재함. 장기적으로 그 둘의 온도 차가 좁혀지겠으나 속도가 빠르지는 않을 것.
- 메인 테마로는 15.5계획의 핵심인 AI, 내수 관련주를 주목.
- 또한 대내외 불확실성이 지속되고 있다는 점에서 증시 변동성을 완화할 수 있도록 시가총액 비중이 가장 큰 금융(고배당)에 대한 병행 투자가 필요해 보임.

정체된 중국 12M 예상 EPS



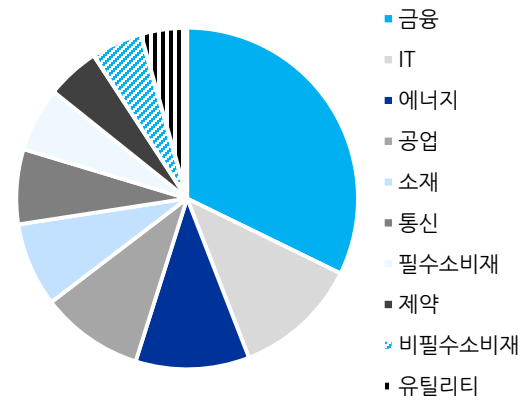
자료: Refinitiv, 유진투자증권

중국 IT 기업 12M 예상 EPS도 다시 상승



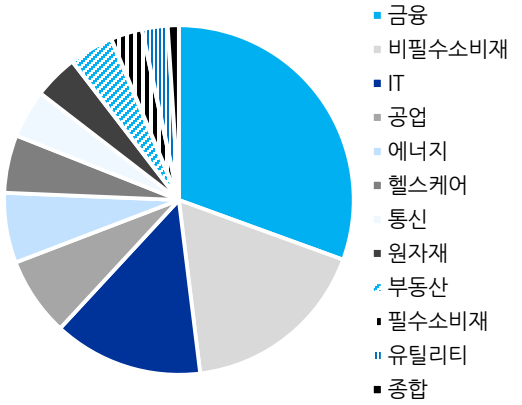
자료: Refinitiv, 유진투자증권

상해 금융 섹터 시총 비중 32%



자료: Refinitiv, 유진투자증권

홍콩 금융 섹터 시총 비중 31%



자료: Refinitiv, 유진투자증권

기술주 아직 많이 비싸지 않아

Capex 확장 수혜는 AI 인프라가 먼저

- 상해 A주는 12개월 예상 PER 기준 과거 10년 평균+1 표준편차 구간을 넘어섰고 항셍지수는 해당 구간 터치 후 소폭 하락.
- 2026년 상해종합지수는 3,800~4,600pt, 항셍지수는 24,000~28,000pt를 예상.
- 한편 창업판(ChiNext)지수와 항셍Tech 지수의 밸류에이션은 부담스럽지 않은 수준.
- 향후 중국 기술주는 CaPex 확장, 기업 이익 개선, 15.5계획 등 긍정적인 모멘텀이 지속되므로 관심을 지속할 필요가 있어 보임.
- 특히 Capex의 확장 수혜를 가장 먼저 누릴 AI칩, 메모리, PCB, 광모듈, 서버, 플래폼 등 HW 인프라에 주목.

상해 A주 12M 예상 PER

자료: Refinitiv, 유진투자증권

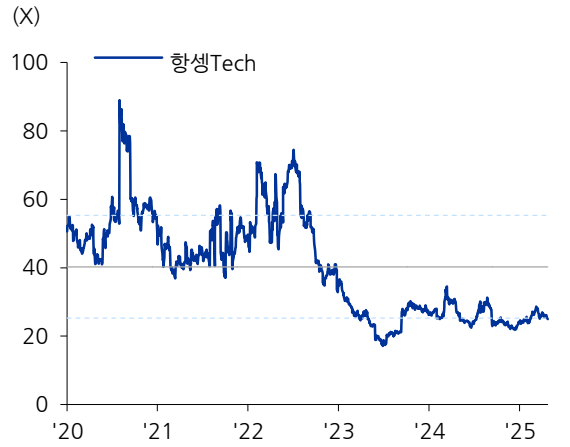
항셍지수 12M 예상 PER

자료: Refinitiv, 유진투자증권

창업판 PER(TTM)

자료: Refinitiv, 유진투자증권

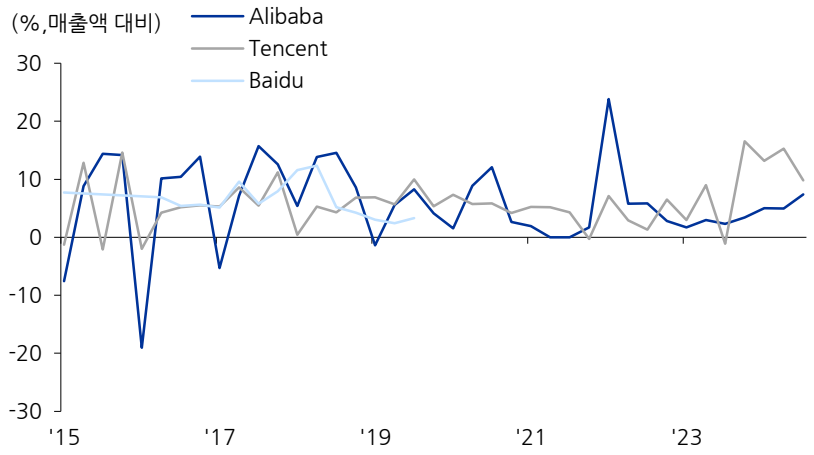
항셍Tech PER(TTM)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

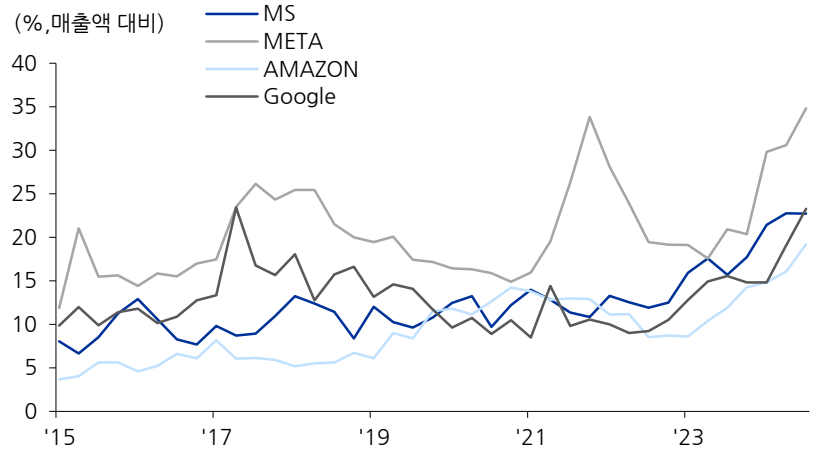
中, 아직 투자 확대 가능

중국 빅테크 매출액 대비 Capex 비중



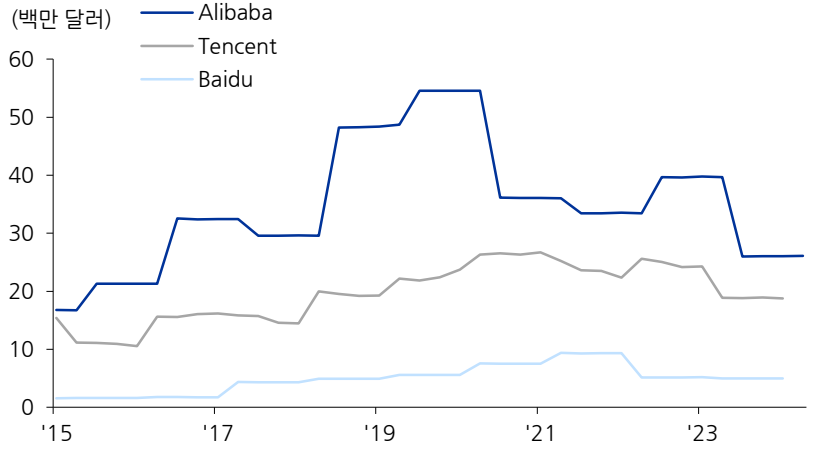
자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 빅테크 매출액 대비 Capex 비중



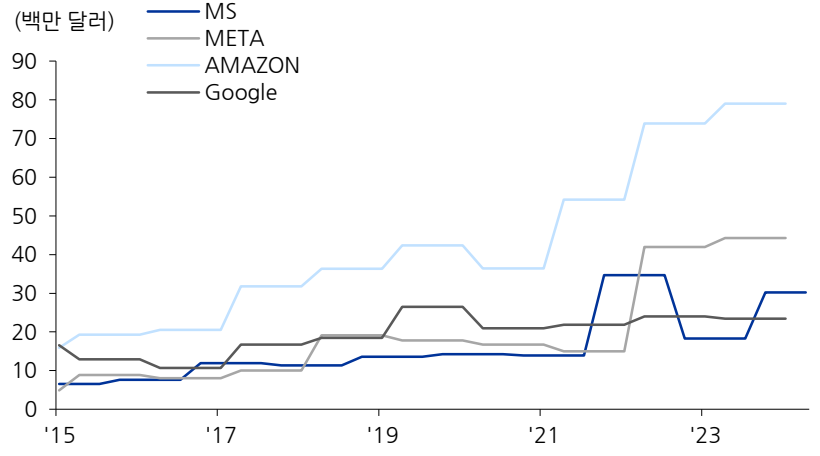
자료: Refinitiv, 유진투자증권

중국 빅테크 보유 현금 규모



자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 빅테크 보유 현금 규모



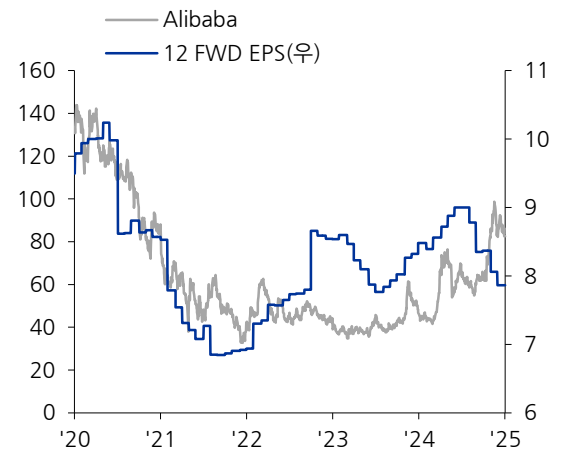
자료: Refinitiv, 유진투자증권

중국 AI 관련 기업 12M FWD ESP 증가율

분야	기업	티커	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025
칩	Cambricon	688256.SH	-1.6	-1.5	-1.0	-0.6	0.1	0.4	3.0	4.6	10.5
	Hygon	688041.SH	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0	1.2	1.6	1.8	1.9
	SMIC	981.HK	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PCB	Victory Giant	300476.SZ	1.4	1.5	1.5	1.7	2.5	2.6	5.8	7.2	8.2
광모듈	Innolight	300308.SZ	3.2	3.8	5.0	6.0	7.6	8.0	7.6	9.3	12.6
	eOpotolink	300502.SZ	1.2	1.3	1.7	2.0	3.6	4.6	6.3	8.9	17.5
서버	Foxconn	601138.SH	1.4	1.5	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6	1.9	2.2
	Inspur	000977.SZ	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8	2.0	2.2	2.3	2.3
IDC	Athub	603881.SH	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
클라우드	Alibaba	9988.HK	6.3	5.9	5.8	5.5	6.3	6.9	7.7	7.5	7.2
	Tencent	700.HK	16.7	16.9	18.6	20.5	21.9	22.5	24.2	26.3	27.3
	Baidu	9888.HK	13.0	7.9	8.6	8.4	8.4	8.2	7.7	7.1	6.6
SW	Kingsoft	3896.HK	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-1.5	-1.1
	Kingdee	268.HK	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
	Marketingforce	2556.HK				-0.3	-0.1	0.2	0.1	0.3	0.5
	Fourth Paradigm	6682.HK		-1.1	-0.8	-0.4	-0.2	-0.2	0.1	0.4	0.5
미디어	NetEase	9999.HK	8.6	9.3	9.7	10.3	9.9	9.6	9.8	11.3	11.1
	NetEase Cloud Music	9899.HK	3.9	4.2	5.0	5.3	6.5	6.7	8.3	8.8	10.9
	Kwai	1024.HK	2.1	2.8	3.4	4.2	4.4	4.5	4.5	4.8	5.0
	bilibili	9626.HK	-4.4	-3.7	-2.4	-1.0	1.0	2.1	2.8	3.3	4.5
	Meitu	1357.HK	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
	JD Health	6618.HK	0.9	1.0	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	1.8
	Mobvista	1860.HK	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	Literature	772.HK	1.4	1.4	1.2	1.2	1.3	1.3	1.2	1.3	1.3
디바이스	Xiaomi	1810.HK	0.5	0.6	0.6	0.7	0.9	1.0	1.4	1.8	1.9
	Lenovo	992.HK	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	UBTECH	9880.HK					-1.6	-1.3	-2.1	-1.8	-1.7
	Horizen Robotics	9660.HK					0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1

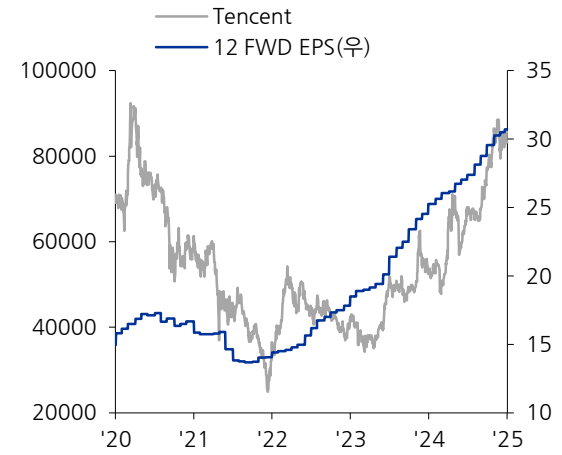
중국 AI 관련 기업 주가

Alibaba(9988.hk)



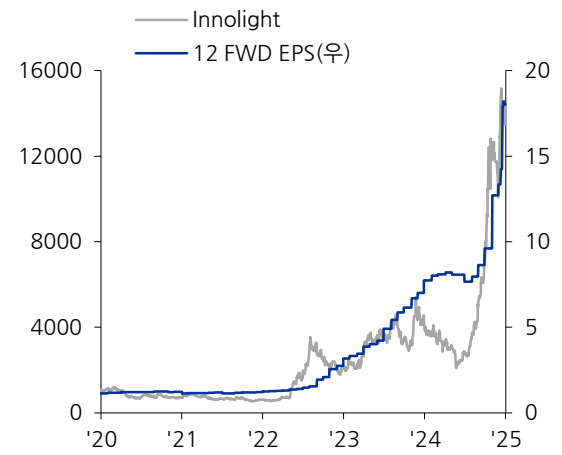
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

Tencent(700.hk)



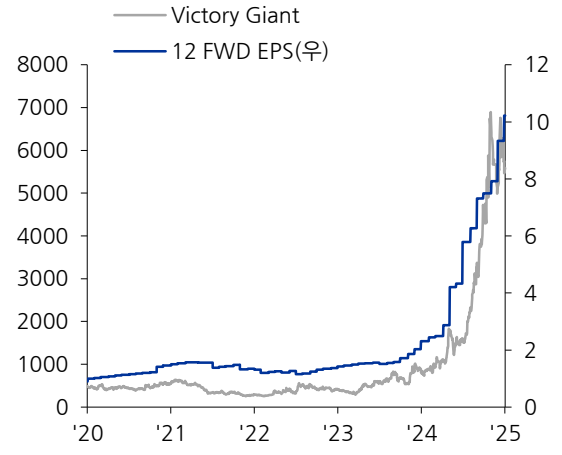
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

Innolight(300308.SZ)



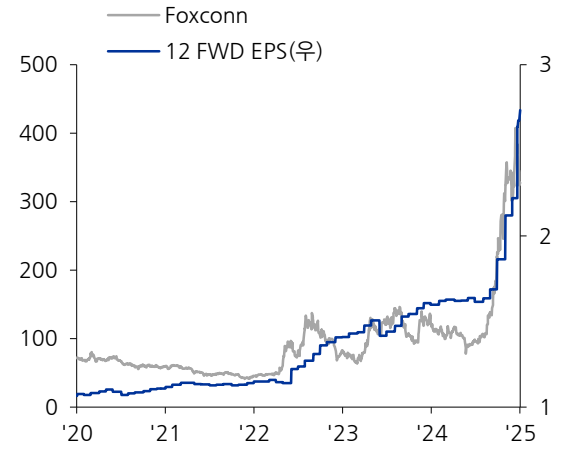
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

Victory Giant(300476.SZ)



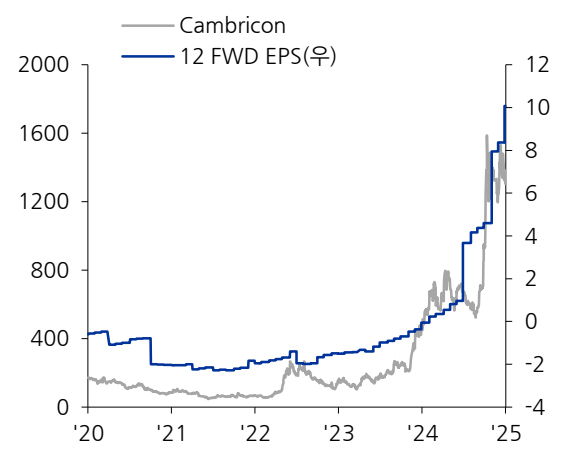
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

Foxconn(601138.SH)



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

Cambricon(688256.SH)



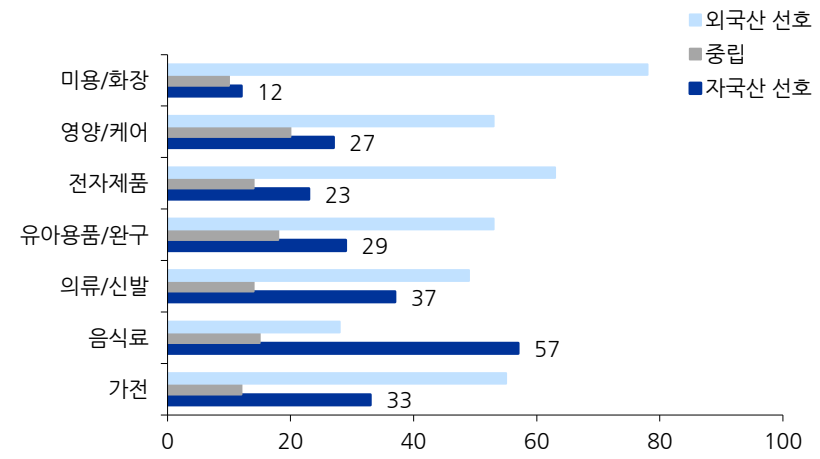
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

생활 충족에서 자기 만족을 위한 소비로

물건부터 문화 콘텐츠까지 확산되는 국산 열풍

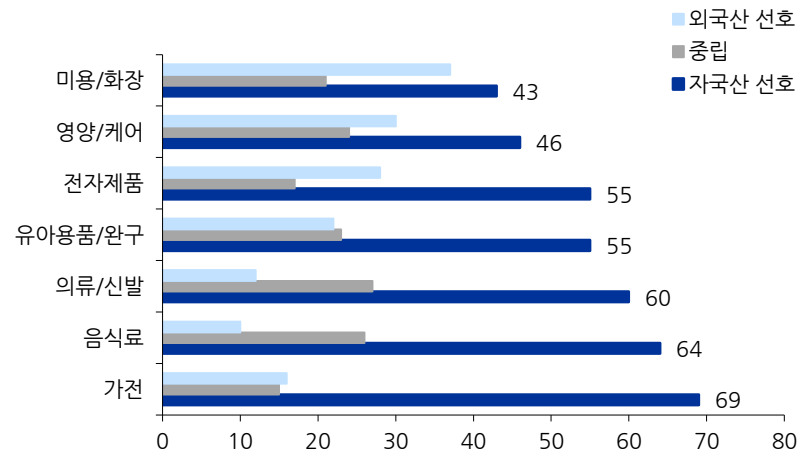
- 중국의 소비 패러다임이 '생활 충족'에서 '자기 만족감'으로 변화하고 싱글 경제와 실버 경제 발전에 따라 새로운 소비 수요로 트렌디 토이(IP기반 완구), 쥬얼리, 화장품, 미용 등이 부상하고 있음.
- 여기에 중국 소비자의 자국산 브랜드 선호 현상이 더욱 강화되고 있다는 점에 주목할 필요가 있음. 2021년에는 음식료만 자국산 선호도가 더 높았다면, 2025년에는 모든 품목에서 자국산 선호도가 더 높은 것으로 나타남.
- 영화/드라마/애니메이션 등 문화 콘텐츠 분야에서도 중국의 자국산 선호도가 점차 높아지고 있어 향후 미디어 콘텐츠 분야에서도 우량 기업들이 나타날 전망.

2021년 중국 소비자 브랜드 선호도



자료: Accenture, 유진투자증권

2025년 중국 소비자 자국산 선호도 더 뚜렷해져



자료: Accenture, 유진투자증권

신(新)소비 관련주

POP Mart(9992.HK)

자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

LAOPU GOLD(6181.HK)

자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

MIXUE(2097.HK)

자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

MAO GEPING(1318.HK)

자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

CHICMAX(2145.HK)

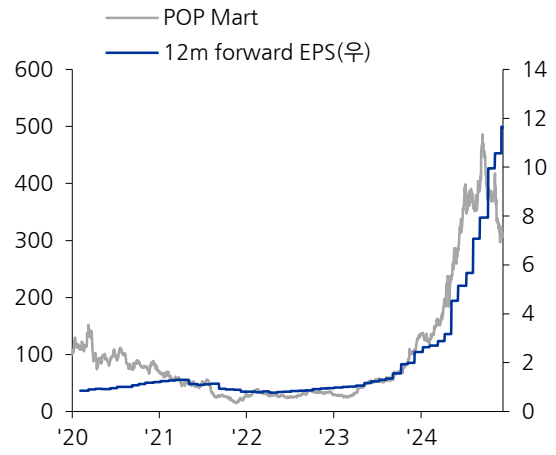
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

BEAUTY FARM MEDICAL(2373.HK)

자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

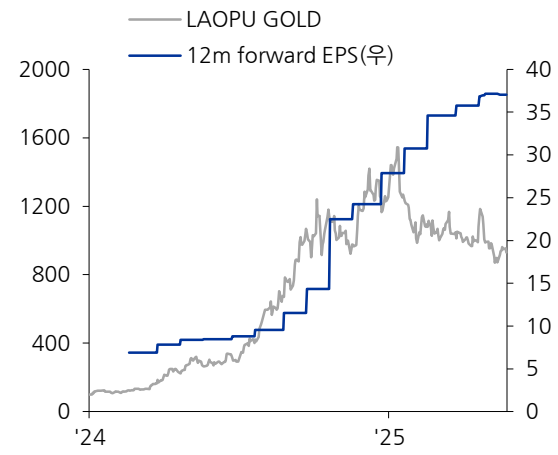
신(新)소비 관련주 주가

POP Mart(9992.HK)



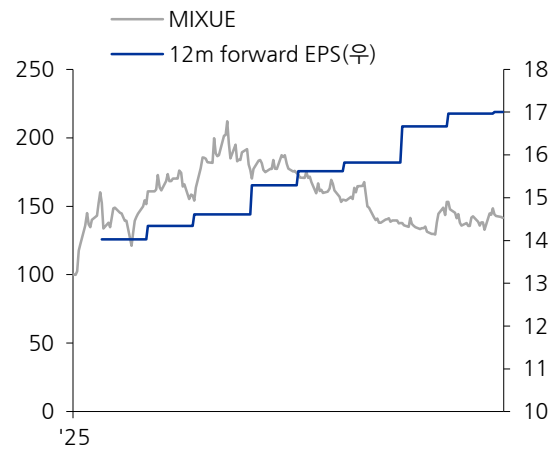
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

LAOPU GOLD(6181.HK)



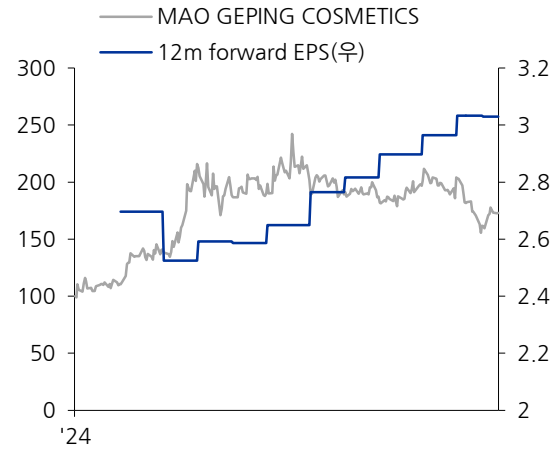
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

MIXUE(2097.HK)



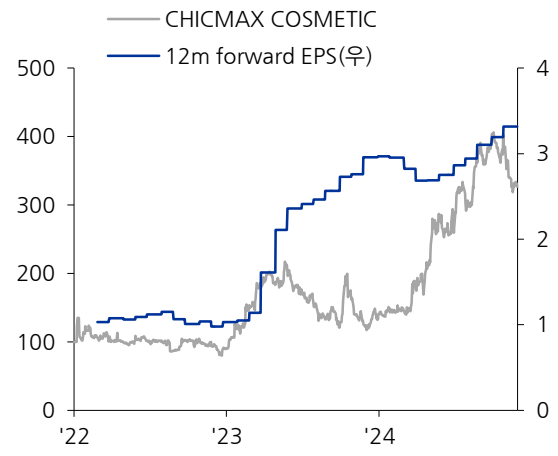
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

MAO GEPING(1318.HK)



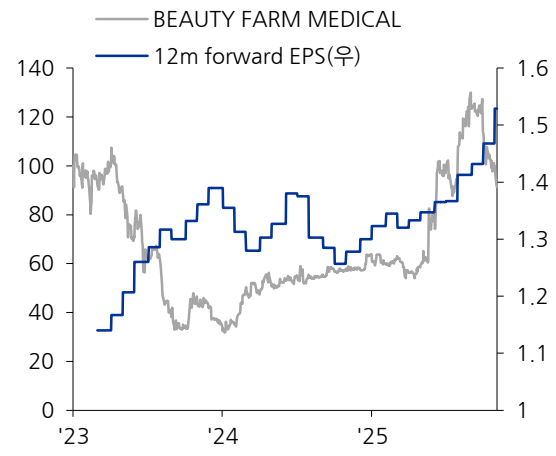
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

CHICMAX(2145.HK)



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

BEAUTY FARM MEDICAL(2373.HK)



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다 . 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. . 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다