GLOBAL
EQUITY
STRATEGY

2025. 11. 24

글로벌투자전략팀

전종규 Senior Analyst
juhn21@samsung.com

박주란 Research Associate
juran.park@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

중국 주식시장 업데이트

주가 조정 배경과 향후 전망

- 조정장세 배경: ① 정책 이벤트 소멸 ② 경기지표 부진, ③AI 버블논쟁
- 핵심테마: 산업 구조 재편, 구조개혁과 G2 기술전쟁
- 주식시장 전망: 지지선 설정과정, 홍콩 증시와 차이나 테크 선호

주식시장 진단: 지지선 설정 과정

- 중국 주식시장이 속도조절에 들어갔다. 11월 조정장세가 **나타나면서 상해증시와 홍콩 H지수는 고점 대비 각각 4.7%, 7.7% 하락하였는데** 중국 증시의 조정은 ① 정책 이벤트 소멸 ② 경기지표 부진, ③AI 버블논쟁으로 인해 기관과 개인의 차익실현 물량이 출회되고 있기 때문이다. **4분기 중국 주식시장 조정은 〈지지선 설정 과정〉으로 판단한다.** 홍콩증시의 유동성 환경은 여전히 견고한 유입세가 지속되고 있고 글로벌 주요증시에 비해 디스카운트 레벨에 남아있다. AI 버블논쟁은 시기상조로 판단된다. 중국은 AI 후발주자로 연초 딥시크 모멘트를 기점으로 정부의 적극적인 정책지원과 민간기업의 투자확대가 시작되었다. 오는 12월 경제공작회의를 기점으로 정부의 정책 모멘텀이 회복되며 주식시장이 안정세를 회복할 것으로 예상한다.

'26년 핵심 이슈: 구조개혁과 G2 기술전쟁

- **15.5 경제규획:** 내년부터 15.5 경제규획이 시작된다. 〈공급개혁과 전략산업 육성〉에 대한 정책 모멘텀이 강하게 작동될 것으로 예상된다. 시진핑 주석은 장기 어젠다로 2035 경제구조 고도화를 공언하였다. 속도감 있는 산업구조 재편을 주목해야 한다. 중국의 공급 개혁은 점진적이고 완만한 속도로 진행될 것이다.

  제조 2035 개막: 중국 제조업의 기술 경쟁력은 제조 2025를 거치면서 (1) 전기차/배터리, (2) 친환경 태양광/풍력, (3) 조선/항공우주, (4) 스마트 제조장비 부문에서 글로벌 선두권에 진입하였다. 15.5 경제규획 구간은 AI 생태계 확장을 주목할 필요가 있다. 중국 정부와 민간기업은 AI 반도체/플랫폼, Physical AI(자율주행, 휴머노이드), 바이오/우주, 차세대 통신/에너지에 인적자원과 자본투입을 집중할 것으로 예상된다.

주식시장 전망: 차이나 테크 붐

- **투자의견: "홍콩증시와 차이나 테크 선호" 홍콩증시와 차이나 테크에 대해 긍정적인 뷰를 제시한다.** 홍콩 주식시장과 테크 성장주를 선호하는 이유는 ① 정책 모멘텀, ② 실적 개선, ③ 풍부한 유동성의 상승 모멘텀이 남아있기 때문이다. 상해지수와 홍콩H의 지수 상단은 각각 4,500pt와 12,000pt로 설정하였다.

  중국 포트폴리오의 키워드는 〈산업 패러다임 변화, 차이나 테크〉이다. 공급개혁 3.0이 본격화되면서 산업구조 재편 속도가 가속될 것이다. '15년 공급측 구조개혁 시점에도 성장주는 5년에 걸쳐 지수의 흐름을 크게 상회하는 α 장세가 시현된 바 있다. 중국의 성장전략은 제조 고도화와 내수 육성 프로그램에 초점을 맞추고 있다. 제조 2035가 본격화되면서 첨단제조에 대한 정책 모멘텀 강화와 함께 투자가 확대될 것이다.

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

주식시장 진단

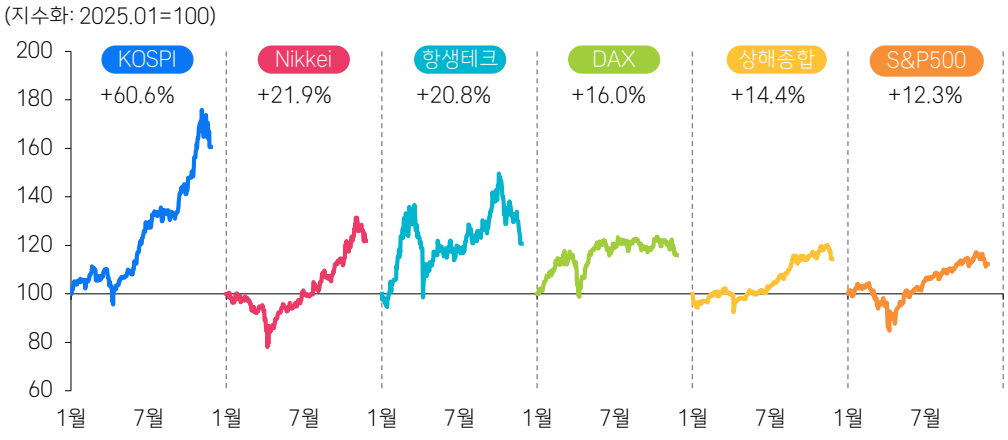
4분기 조정국면

상해 4,000pt, 홍콩H 9,000pt 하회

- **주가 조정 배경:** 중국 주식시장이 속도조절에 들어갔다. 11월 조정장세가 나타나면서 상해증시와 홍콩H지수는 고점 대비 각각 4.7%, 7.7% 하락하였는데 중국 증시의 조정은 ① 정책 이벤트 소멸 ② 경기지표 부진, ③AI 버블논쟁으로 인해 기관과 개인의 차익실현 물량이 출회되고 있기 때문이다. 10월 4중전회와 미중 정상회담 종료와 함께 정책 공백기에 진입하였고 10월 소매판매와 부동산 지표가 악화되었다. 동 기간 미국 증시는 AI 성장둔화에 대한 우려가 제기되면서 빅테크 중심으로 주가 조정이 이어지고 있다.
- **매크로 점검: 『투자와 소비 감속』** 하반기 들어 중국 소비와 투자지표가 크게 둔화되었다. 10월 소매판매증가율과 부동산 투자증가율은 각각 2.9%, -14.4%로 연중 최저치를 기록하였다. 이구환신 정책효과가 축소되고 있고 부동산 경기둔화가 심화되고 있기 때문이다. 중국 정부정책 또한 적극적인 경기부양에서 '구조개혁'으로 무게중심이 이동하고 있다. 1~3분기 경제성장률은 5.1%를 기록하며 하반기 경기지표 둔화에도 불구하고 올해 성장률 목표에 접근할 가능성이 높다. 증시에 미치는 매크로 리스크는 제한적이다
- **향후 전망: 『지지선 설정 과정』 4분기 중국 주식시장 조정은 〈지지선 설정 과정〉으로 판단한다.** 올해 중국 주식시장은 1~10월 상해 18.0%, 홍콩H 24.7% 주가가 상승하였는데 이러한 주가 상승은 경기부진에도 불구하고 ① 정부정책 모멘텀(친시장 정책 전환), ② 딥시크 모멘트(차이나 테크 투자확대), ③ 풍부한 유동성 유입이 견인한 것이다. 11월 주가 조정에도 불구하고 유동성 환경은 여전히 견고한 유입세가 지속(11월 강구통 945억 위안 순유입)되고 있고 홍콩H와 항생테크 밸류에이션은 글로벌 주요증시에 비해 디스카운트 레벨에 남아있다는 점에서 추가적인 지수 조정의 폭은 3~5% 내외로 제한적일 것으로 예상한다. 상해증시 3,700pt와 홍콩H 8,500pt는 각각 12개월 Forward P/E 13.1배와 9.7배에 해당된다.

  AI 버블논쟁은 시기상조로 판단된다. 중국은 AI 후발주자로 연초 딥시크 모멘트를 기점으로 정부의 적극적인 정책지원과 민간기업의 투자확대가 시작되었다. 15.5 경제규획에서 본격화되는 제조 2035는 AI 플러스를 기반으로 설계되었다. 오는 12월 경제공작회의를 기점으로 정부의 정책 모멘텀이 회복되며 주식시장이 안정세를 회복할 것으로 예상한다.

연초 이후 주요증시 주가 추이



참고: '25년 11월 21일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

26년 핵심 테마

공급개혁과 G2 기술전쟁

15.5 경제규획 시작

- 세 번째 전환점: 중국의 15.5 경제규획이 시작된다. 중국은 개혁개방 이후 1) 개혁개방 cycle('80~'99년), 2) WTO cycle('00~'19년) 두 차례 고성장 단계를 마무리하고 경제구조의 전환점에 서 있다. 시진핑 주석은 '21~'35년의 장기 어젠다로 2035 경제구조 고도화를 공언한 바 있다. 15.5 경제규획은 과감한 개혁(인구 개혁, 부채 구조조정, 미중 관계 재정립), 신성장 동력 확보(기술혁신, 내수 확대)에 초점을 맞추고 있다. 15.5 경제규획의 초기('26~'27년)는 정책 모멘텀이 강하게 작동할 것이다.

15.5 경제규획의 핵심전략으로 "질적 성장(신품질 생산성)"이 유지되었고 2035년 경제 고도화 목표를 달성하기 위해서 산업화 후반기에 해당되는 기술자립, 첨단산업 고도화, 내수확대를 전면에 내세웠다. 공급과잉 구조조정에 대한 구체적인 언급은 없었으나 진일보한 전면심화 개혁의 과정으로 향후 구체적인 내용이 발표될 수 있다. 15.5 경제규획의 정책 키워드는 기술자립, 산업고도화, 내수 성장이다.

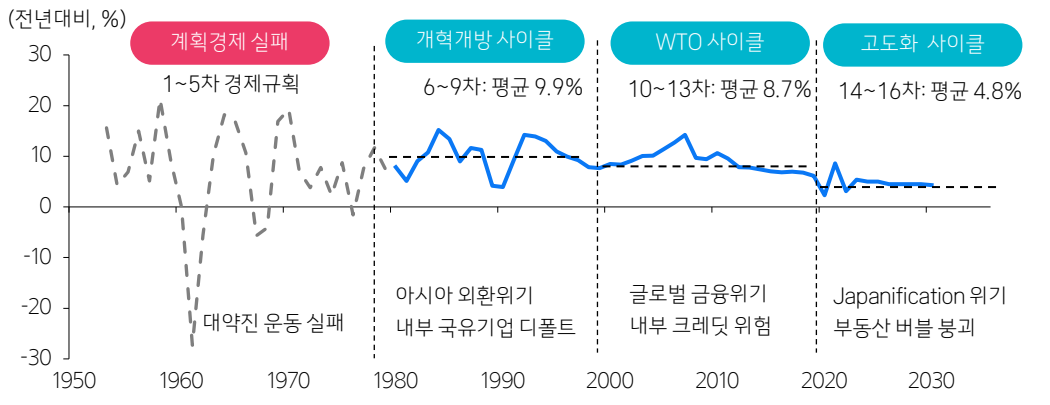
'26~'30년 정부의 성장률 목표치는 내부적으로 4.5% 내외가 될 것으로 전망한다. 시진핑 주석이 '35년 경제고도화의 목표로 '20년 대비 GDP 2배 성장을 제시한 만큼 15.5~16.5 규획 기간 평균 성장률은 4.3% 이상을 달성해야 한다. 산업 고도화를 위한 정책으로는 공급개혁과 더불어 R&D 투자증가율 8% 이상, 디지털경제 부가가치 20% 이상 제고를 타겟으로 삼을 것이다.

경제규획 비교

경제규획	지도부	목표 및 성과	주요 내용
1~5차 ('53~ '80년)	마오쩌둥	계획경제 실패 (6.8%)	• 신중국 건설 이후 강력한 중앙정부 주도의 계획경제 시행 • 인민대약진 운동('58~'60년)과 인민공사화 실패, 문화대혁명
6~9차 ('81~'00년)	덩샤오핑-장쩌민	탈빈곤 (9.9%)	• 전면적인 개혁개방 시행, 1단계 고성장 cycle 성공 • 3단계 성장전략: ① 빈곤탈출 →② 중산층사회 →③ 선진사회
10~13차 ('01~'20년)	후진타오-시진핑	중산사회 진입 (8.7%)	• 부동산/투자/제조업 중심의 2단계 고성장 cycle 성공 • 글로벌 경제대국 2위, 중산사회(인당 GDP 1만달러) 진입
14~16차 ('21~ '35년)	시진핑	경제 고도화 (목표 4.5%)	• 장기 저성장, Japanification 초기단계 진입 • 첨단제조/내수 중심 성장전략 전환: 산업구조 재편

자료: 삼성증권

중국 경제규획과 중장기 경제성장 곡선



자료: Bloomberg, IMF, 삼성증권

공급 구조조정 3.0

- **공급 과잉 구조조정:** 시진핑 지도부의 3차 공급 측 구조개혁이 시작되었다. 중국 정부는 과잉생산과 출혈 경쟁에 대한 공급망 규제와 개혁을 진행할 것이다. 중국 제조업 공급 과잉(Over capacity)은 중국의 디플레이션 구조를 야기하고 글로벌 공급망을 교란하고 있다. 중국의 공급 개혁에 대한 전망은 다음과 같다.

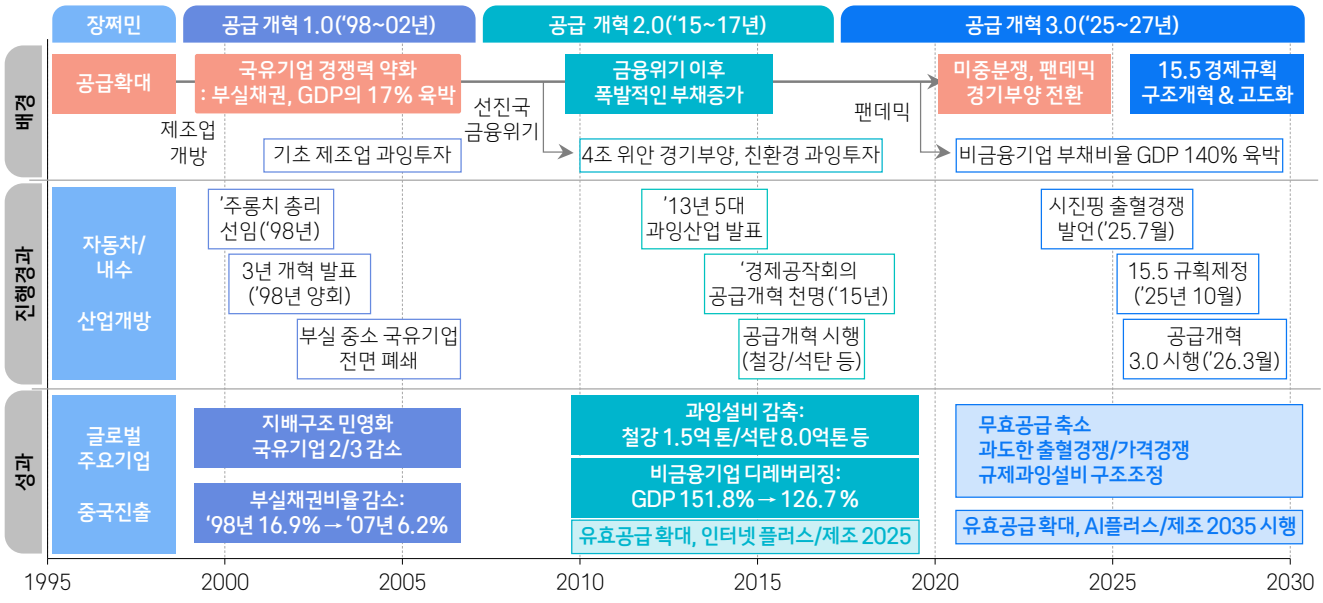
  (1) 중국 정부는 산업정책의 큰 틀을 바꿀 방침이다. 획일적이고 경쟁적인 각 지방정부의 산업정책은 공급 과잉의 주범이며, 그 결과 부채는 급증했고 자본의 수익성은 크게 하락했다. 그에 따라 중앙 정부가 투자에 있어서 최종적인 권한을 행사하게 될 것이다. 공급개혁의 주도권이 중앙정부로 이전된 것은 구조조정 효과 면에서 긍정적으로 평가할 수 있다.

  (2) 공급 개혁은 점진적이고 완만한 속도로 진행될 것이다. 공급 개혁은 산업 구조조정, 투자 조정, 수요 확대 정책으로 충격을 상쇄할 수 있어야 하나, 현재 중국의 경제 및 정책 여건이 우호적이지 않기 때문이다. 단기간 내 회복을 점치기 어려운 주택시장, 높은 청년 실업률, 미국 등과의 무역마찰 확대 등이 중국 정부의 선택을 제약하는 주된 요인이다. 팬데믹 이후 온건한 경기부양 기조가 유지되고 있는 가운데 내년부터 공급과잉에 대한 반 내권화(Anti-involution) 정책이 강화될 것으로 예상한다.

  (3) 각 산업별 구조 조정은 수요 전망에 따라 결정될 것이며, 그 과정에서 정부의 지원축소가 병행될 것이다. 경기 측면이나 구조적으로 수요 회복이 쉽지 않은 산업(철강, 정유 등)은 기존 설비의 감축이 예상되나, 중국의 점유율이 압도적이며 높은 수요 증가가 예상되는 산업(전기차, 2차 전지, 태양광 등)은 신규 투자 조정과 경쟁력이 낮은 기업의 퇴출이 주된 구조조정 방식이 될 것이다.

- 중국 공급 개혁 3.0은 한국 Up-stream과 중국 첨단제조 밸류체인의 기회가 될 수 있다. 철강과 기초 제조업의 가격경쟁이 완화되면서 글로벌 Up-stream 가격의 회복을 기대할 수 있다. 이는 한국 소재산업에 일부 긍정적으로 반영될 것이다. 친환경 밸류체인은 태양광, 전기차, 배터리 공급이 글로벌 수요를 초과하는 극단적인 과잉체제를 대형기업 중심으로 재편하는 과정이라는 점에서 중국 대표기업의 경쟁력 강화에 힘을 실어줄 것이다. 마지막으로 중국의 공급 개혁은 과잉 투자 부문에 대한 감축과 더불어 전략 산업에 대한 투자 확대가 동시에 이루어진다는 점에서 차이나 테크의 경쟁력 강화가 이루어질 것이다.

중국 공급개혁 경과와 전망



자료: 삼성증권 정리

제조 2035 개막

• 차이나 첨단제조의 부상은 "제조 패러다임의 변화와 글로벌 공급망 재편" 관점에서 주목해야 한다. 중국 제조업은 1차 기초 제조업 붐(Labor intensive/기간산업, '90~'10년) → 2차 내수/친환경 밸류체인 사이클('00~'20년)에 이어서 3차 첨단제조 국산화 사이클로 진입하고 있다.

제조 2035 시작: 시진핑 지도부의 제조 20351 로드맵은 글로벌 공급망을 재편하는 촉매제가 될 것이다. 시진핑 주석은 2035년 과학기술 선진국 반열에 오르겠다는 목표를 공언하였다. 제조 2025가 제조대국에서 제조강국으로 전환하는 도전(Fast follower)이었다면 제조 2035는 혁신산업의 G2 체제(First mover)를 목표로 삼은 것이다. 중국의 신 성장 키워드는 "첨단 기술, 내수, 디지털 경제"이다. 14.5 경제규획('20~25년)으로 시작된 산업구조 조정은 15.5 경제규획을 통해서 보다 강화될 것이다.

중국 제조 2035는 제조 2025와는 달리 미국의 견제를 감안하여 구체적인 목표와 수치를 공식 발표하지는 않았으나 '① 스마트 제조('30년 반도체/핵심장비 자급률 목표 75%), ② 신산업 표준화 선도 실행방안(AI, 양자, 휴머노이드 등 17개 분야 미래 핵심기술 글로벌 표준 선점), ③ 미래산업 혁신발전 실행(바이오, 신에너지, 우주항공 등 6대 미래 성장 엔진 선정 육성)으로 구성되어 있다.

첨단제조 경쟁력: 『자본, 내수시장, 정부정책』 첨단 기술부문에서 중국이 보유한 잠재력은 자본, 내수시장, 정부정책이다. 시진핑 주석의 산업정책이 혁신과 실용 중심으로 전환된 것은 국가 주도의 성장 방식(베이징 컨센서스) 관점에서 위협적인 변화이다. 중국은 국가 주도의 혁신 시스템으로 첨단 제조부문의 강력한 경쟁자로 부상하였다. 국가 차원의 장기 혁신 플랜을 보유하고 있고 공격적인 자본투입(연구개발 투자, 보조금 지급), 인재 유치, 산업 경쟁으로 기술 자립의 속도를 가속하고 있다. 글로벌 산업망이 AI 기술패권 경쟁시대로 전환되면서 미국이 혁신을 주도하고 중국이 상업화(Monetization)를 주도하는 국면이 펼쳐지고 있다. 중국 제조업의 기술 경쟁력은 제조 2025를 거치면서 (1) 전기차/배터리, (2) 친환경 태양광/풍력, (3) 조선/항공우주, (4) 스마트 제조장비 부문에서 글로벌 선두권에 진입하였다. 15.5 경제규획 구간은 AI 생태계 확장을 주목할 필요가 있다. 중국 정부와 민간기업은 AI 반도체/플랫폼, Physical AI(자율주행, 휴머노이드), 바이오/우주, 차세대 통신/에너지에 인적자원과 자본투입을 집중할 것이다.

중국 산업 패러다임 변화

자료: 삼성증권 정리

1 제조 2035: 제조 2035(Made in China 2035)는 제조 2025의 Up-grade 전략으로 제조 고도화의 비전을 제시할 것. 고부가가치 첨단제조와 인공지능, 빅데이터를 결합한 스마트 제조의 글로벌 경쟁력 확보 목표

주식시장 전망

홍콩 증시, 차이나 테크 선호

차이나 테크 붐

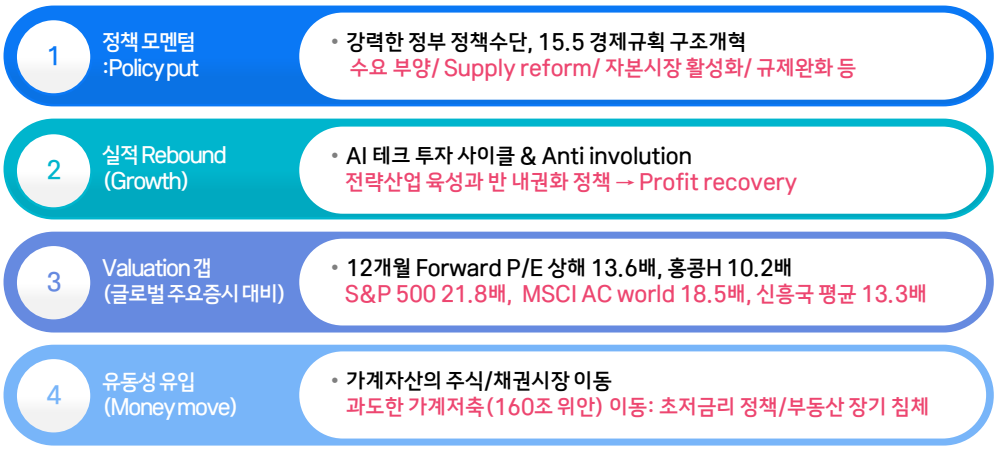
- 중국 투자 전략으로 "홍콩/차이나 테크"에 대한 긍정적인 뷰를 제시한다.
- 내년 상해지수와 홍콩H의 지수 밴드는 각각 3,600~ 4,500pt와 8,500~ 12,000pt로 설정하였다. 본토 증시의 밸류에이션 매력은 감소하였으나 홍콩H 지수 상단 12,000pt는 12개월 Forward P/E 기준 13.7배로 MSCI AC World(18.5배) 대비 디스카운트 레벨에 남아있다. 중국 투자 전략은 홍콩과 차이나 테크에 집중해야 한다. 중국 성장주와 테크의 펀더멘털, 밸류에이션, 유동성 우위 국면이 내년에도 이어질 것이다.

  홍콩 주식시장과 테크 성장주를 선호하는 이유는 ① 정책 모멘텀, ② 완만한 펀더멘털 회복과 실적 개선, ③ 풍부한 유동성의 추가적인 상승 모멘텀이 남아있기 때문이다. 역사적인 초저금리와 부동산 장기침체로 주식시장으로 풍부한 시중자금이 이동하기 시작하였고 15.5 경제규획이 시작되면서 구조개혁의 성과가 주식시장 상승 동력으로 작동할 수 있을 것이다.

  내년부터 중국의 15.5 경제규획이 시작된다. 4중 전회에서 제정된 15.5 경제규획의 정책 목표는 "기술 자립, 산업 고도화, 내수 확대"로 제시되었다. 공급 측 구조개혁과 함께 전략 산업 투자확대와 반 내권화 정책의 영향으로 중국의 산업구조 재편이 가속될 것이다.

  내년 중국 포트폴리오의 키워드는 〈산업 패러다임 변화, 차이나 테크〉이다. 중국은 2035년 G2 기술대국을 목표로 전략산업 육성에 돌입하였는데 2015년 제조 업그레이드는 플랫폼을 기반으로 한 인터넷 플러스에 방점을 두었다면 15.5 경제규획의 기술굴기는 AI 생태계 확장을 의미하는 AI 플러스가 산업정책의 근간으로 선정되었다. 중국의 공급 구조조정은 제조 패러다임의 전환점과 맥을 같이 하고 있다. 공급개혁의 승자는 신성장 산업이다. 공급개혁 3.0이 본격화되면서 공급과잉 억압과 전략산업 공급 확대를 통한 산업구조 재편 속도가 가속될 것이다. '15년 공급측 구조개혁 시점에도 성장주는 5년에 걸쳐 지수의 흐름을 크게 상회하는 α 장세를 시현한 바 있다. 중국의 성장전략은 제조 고도화와 내수 육성 프로그램에 초점을 맞추고 있다. 제조 2035가 본격화되는 내년에는 첨단제조에 대한 정책 모멘텀 강화와 함께 투자가 확대될 것이다.

홍콩, 차이나 테크 투자 포인트



자료: 삼성증권

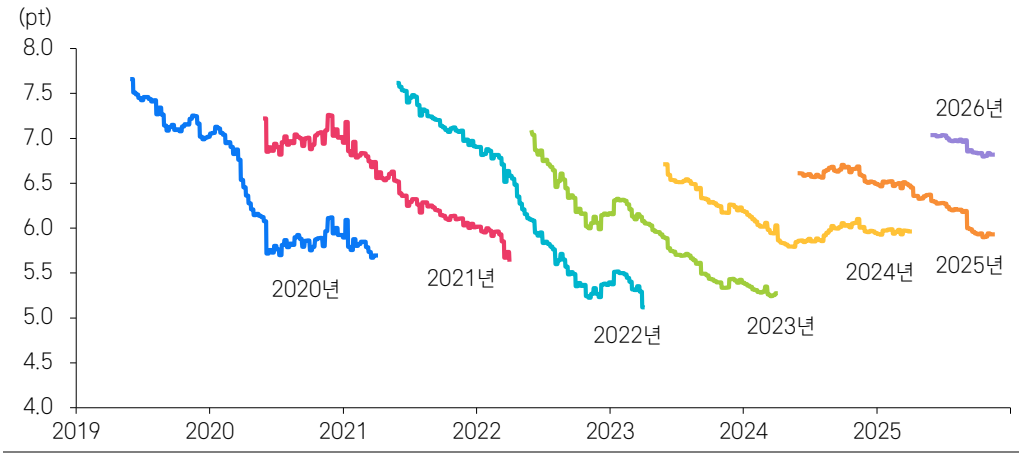
주식시장 점검

주요 증시 밸류에이션 및 실적 전망

구분	밸류에이션 (배)		EPS 성장률 (%)		ROE (%)	
	Fwd PE	Fwd PB	2025년	2026년	2025년	2026년
S&P500	21.8	4.6	12.7	13.8	19.0	19.8
MSCI ACWI	18.5	3.1	9.4	13.7	15.1	15.9
MSCI 신흥	13.3	1.8	11.7	17.3	13.1	13.8
MSCI 중국	12.0	1.4	2.1	14.7	10.9	11.2
상해종합	**13.6**	**1.3**	**11.7**	**9.3**	**9.6**	**9.6**
CSI300	13.8	1.5	10.5	9.8	10.6	10.9
홍콩H	**10.2**	**1.1**	**0.3**	**3.9**	**10.5**	**10.8**

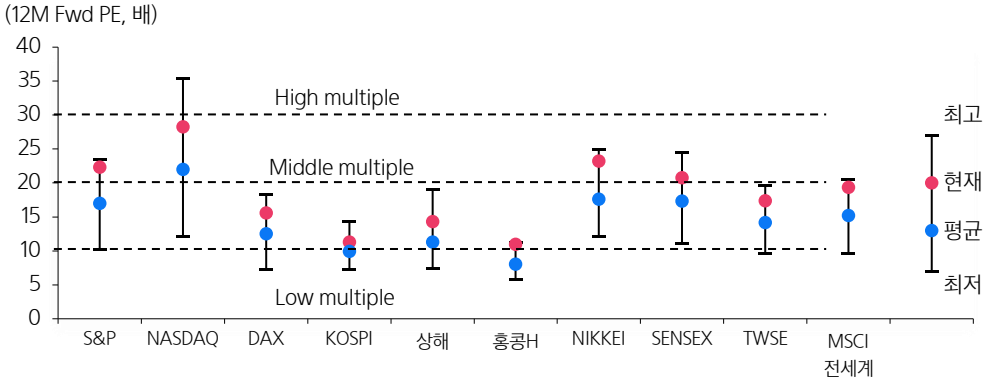
참고: '25년 11월 21일 기준
자료: 12개월 Fwd P/E는 Bloomberg, EPS 성장률은 LSEG Workspace, 삼성증권

연도별 MSCI China EPS 추정치 변화



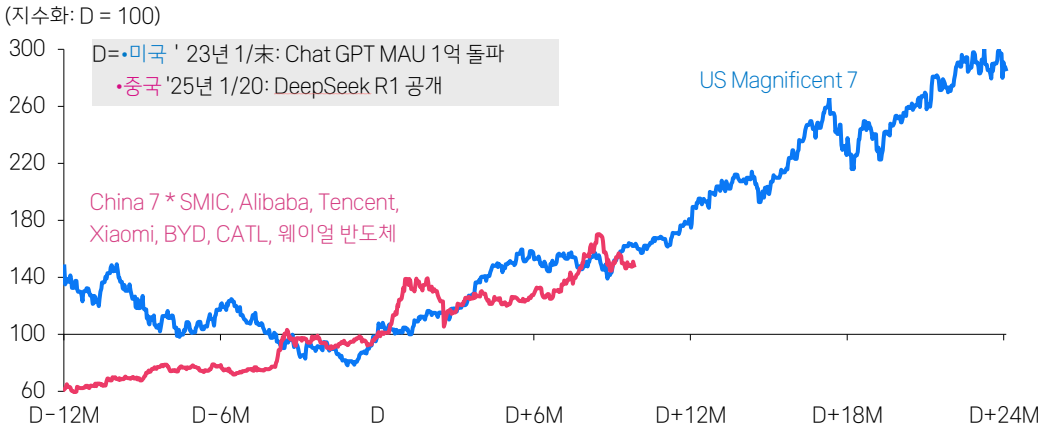
참고: '25년 11월말 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

글로벌 주요증시 밸류에이션 비교



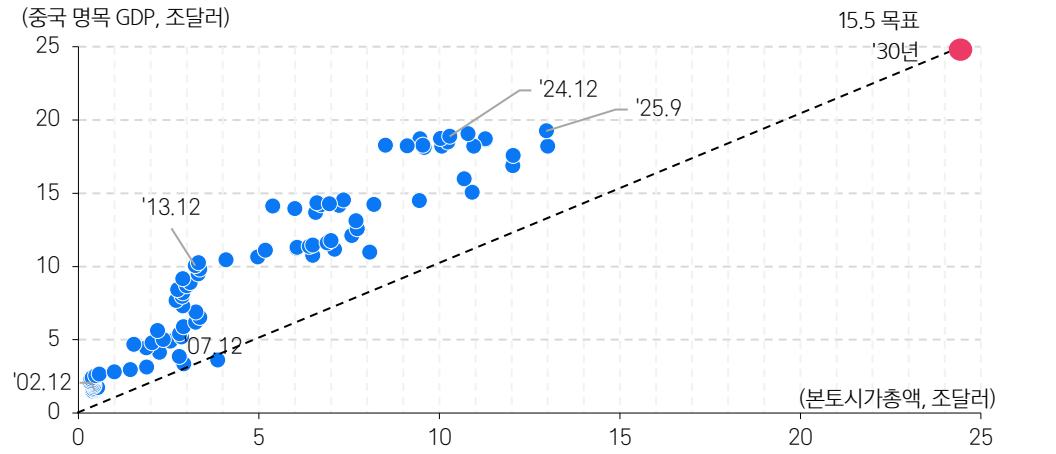
참고: '25년 11월말 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

차이나 테크 vs. 미국 M7 퍼포먼스 비교



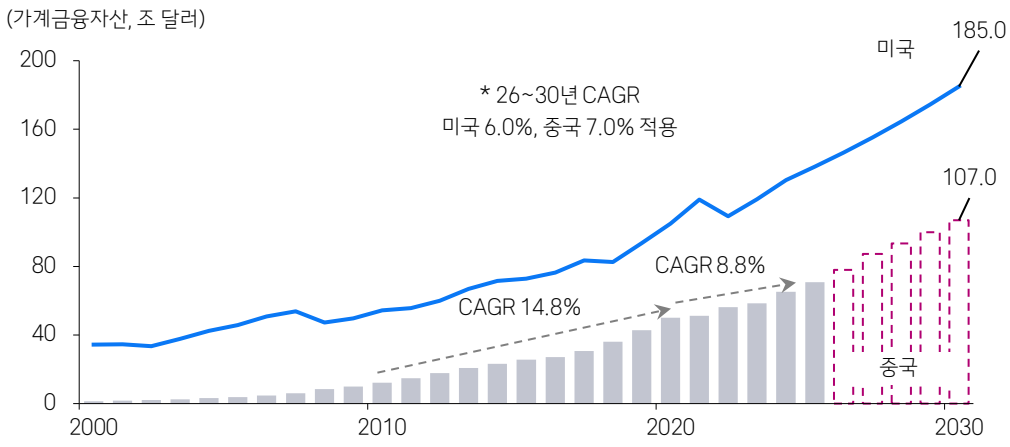
참고: '25년 11월말 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

중국 경제규모와 시가총액



참고: MSCI China '25년 11월 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

중국 가계 금융자산 증가 추이 및 전망



자료: WIND, 삼성증권 추정

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

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA