김경환의 China Weekly

HANA Global Weekly | 2025.12.22

중국/신흥국 투자전략 김경환 khstyle11@hanafn.com

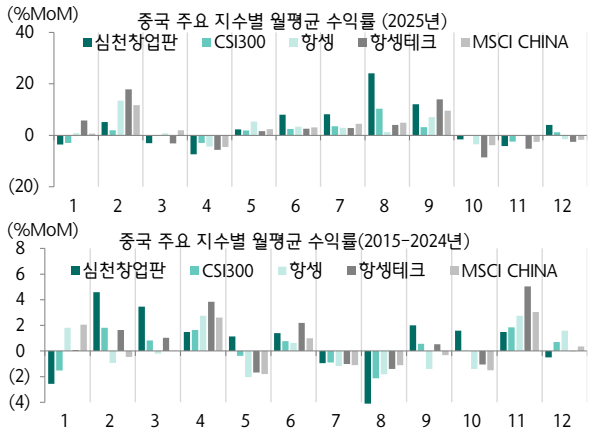
RA 김성은 seongeunk@hanafn.com

중화권 증시, 지금부터 더 매수할 시점

- **중화권 증시 연말 랠리 무산, 조정 폭 확대 배경은? :** 4/4분기 중화권 증시의 상승 모멘텀이 빠르게 소멸되면서 주요 지수의 조정 폭과 기간이 예상을 상회했다. 중국 본토 거래대금은 10월 고점 대비 최대 40% 감소했고, 홍콩 항셍H와 항셍테크는 10월 고점 대비 최대 각 -9%와 -18% 하락했다(12월 17일 기준). 2025년 대내외 유동성 효과와 기술 혁신 기대로 2-3월과 7-10월 두 차례의 강력한 랠리를 보여준 중화권 증시는 역대 높은 확률로 발생한 연말 장세 기대감도 일단 크게 낮아졌다.
- 10월 이후 중화권 증시의 조정 배경은 다음과 같다. **첫째,** 2025년 밸류에이션 정상화를 견인한 중국내 초과 유동성 효과(M1 통화량)와 재정 집행 강도가 4/4분기에 단기 정점을 통화하면서 기존 주도주(테크/선진제조)의 부진이 예상을 상회했다. 특히, 중국과 미국 유동성 효과가 중첩되는 홍콩 및 역외 시장의 성장주가 중국 지표 둔화와 미 연준 변수에 따라 조정 폭이 더 컸다. **둘째,** 2025년 중국 수출 강세와 해외 모멘텀이 단기 정점에 도달한 가운데, 4/4분기 내수와 부동산 경기 하강 압력이 시장 예상을 상회하면서 실적 기여도 축소와 새로운 주도주 부재를 부각시켰다. **셋째,** 4/4분기 민간 신용 지표와 고정투자 및 빅테크 CapEx가 예상을 하회하면서, 2025년 유동성 함정 탈출(통화량 반등+초과예금 축소) 이후 실물경제 선순환 기대가 일부 지연되었다. **넷째,** 홍콩의 경우 단기적으로 본토 자금(강구퉁)의 차익실현과 연말 리밸런싱 차원의 회수, 12월 보호예수 해제 물량 급증(2025년초부터 IPO 급증)이 겹치며 대형주 수급이 악화했다 . **다섯째,** 12월 양대 회의(정치국/경제공작)를 통한 단기 투자심리 진작에 실패했다. 또한, 완커 디폴트 경계심은 과거 대비 제한적인 리스크이나 내수주 회복에는 단기 악재다.
- **2026년 1/4분기 춘절 장세 유효, 단기-중장기 관점 비중확대 의견 유지 :** 우리는 중화권 증시 4/4분기 조정이 본격적인 하락 추세 전환이나, 중장기 내러티브의 훼손으로 평가하지 않는다. 현 국면은 2025년 유동성 강세장과 위험 선호도 회복 초기 국면에서 2026년 '실적(마진)+유동성(신용/탈예금)+산업(성장모델 전환)' 삼박자가 견인하는 강세장으로 전환되는 과도기이다.
- 또한, 우리는 향후 3개월간 정책, 유동성, 펀더멘털 측면에서 중화권 증시의 '춘절 장세'(1/4분기)가 유효하다고 판단한다. 단기(3개월)-중장기(12개월~) 관점에서 현 구간은 중국 포지션을 확대할 수 있는 기회이며 '비중확대' 의견을 계속 유지한다. 우리는 2026년 대표 지수 예상 밴드로 CSI300지수 4,000pt-5,490pt, 항셍H지수 8,100pt-10,780pt를 제시한 바 있다.
- **정책 측면의 기회 요인 :** 중국 정책 모멘텀은 12월 단기 저점을 형성하고 2/4분기까지 다시 확장 사이클이 재개된다. 통상 1-2월 중국은 경제 지표 공백기에 정책과 유동성 공급이 극대화되며 '춘절 장세'를 견인한다. 금번 경제공작회의에서 2025년 초(超)완화적인 정책의 정상화를 선언하고 '역주기 조절(순환적 부양)'과 '과주기 조절(구조적 대응)'의 병행을 시사했으나, 이는 2025년 대비 부양 강도의 약화와 소극적인 대응을 시사하지는 않는다. 4/4분기 내수 경기 하강 압력이 예상을 상회함에 따라, 당초 3-4월로 예상한 재정 집행 시점이 1-2월로 앞당겨질 가능성이 커졌다. 또한, 1월부터 이구환신 연간 한도 확정과 지급, 금융/부동산/산업 정책 당국의 자본시장 부양책, 가계 대출 지원과 주택재고 매입 방안, 15차5개년 계획 관련 세부 목표 확정, 반내권(反内卷) 정책 등이 기대된다. 한편, 미중 관계 회복도 4월 이전까지 위험 선호도 회복에 일조할수 있다.
- **유동성과 수급 측면의 기회 요인 :** 1/4분기 통화량과 대출 증가율은 높은 베이스가 반등 폭을 제한할 수 있으나, 2025년 유동화된 자금(M1-M2 스프레드 반등)이 2026년 실물경제로 확산하는 경로는 1/4분기 대출과 유동성 지표에 확인될 수 있다. 우리는 중국 은행권 대출 성수기인 2월 이전에 인민은행의 지급준비율 인하와 대규모 유동성 공급, 민간 부분 대출 촉진과 상장기업 CapEx 확대 등을 예상한다. 중국 본토는 1/4분기 보험계와 공모 펀드의 포지션 재구축, 홍콩은 본토 자금(강구퉁)의 연초 집중 매수 패턴, 1-2월 외국인 자금의 재유입 패턴(계절성) 등이 수급 회복을 지지할 것으로 판단한다.
- **펀더멘털과 실적 측면의 기회 요인 :** 1-2월 경제지표 공백기에 1/4분기 중국 물가와 환율 가치 상승(6위안대 진입), 1월말 상장사 연간 잠정 실적 공시와 가이던스 제시가 중요 모멘텀이 될 전망이다. 한편, 펀더멘털은 1/4분기가 저점이다. 내수 지표는 1/4분기에 연중 저점을 형성할 전망이며, 2/4분기 인프라 투자와 소매판매-3/4분기 부동산 지표 반등이 예상된다.

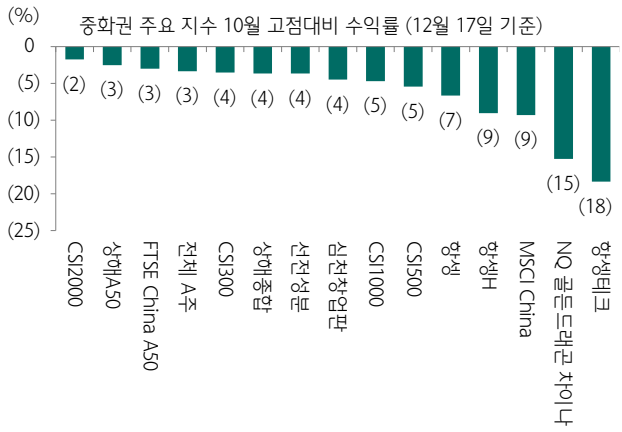
하이라이트 & 이슈 Chart

이슈 1. 중국 주요 지수별 월평균 수익률 : 2025년 연말 장세 무산



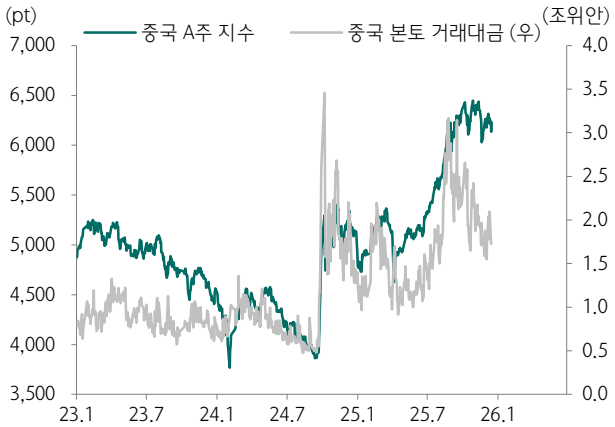
자료: Wind, 하나증권

이슈 2. 중화권 지수 10월 고점 대비 낙폭 : 홍콩, 역외시장 취약



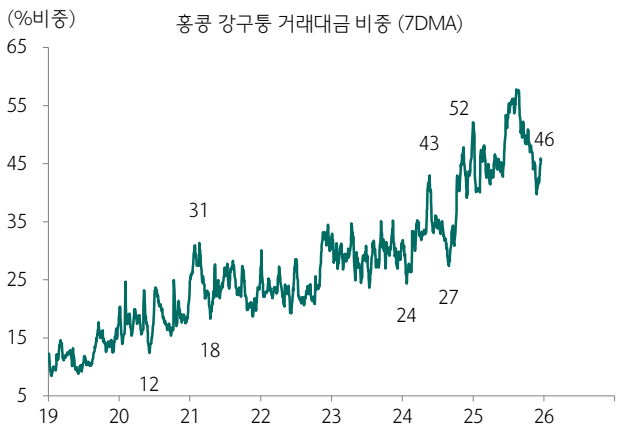
자료: Wind, 하나증권

이슈 3. 중국 증시 거래대금 고점 대비 40%이상 급감



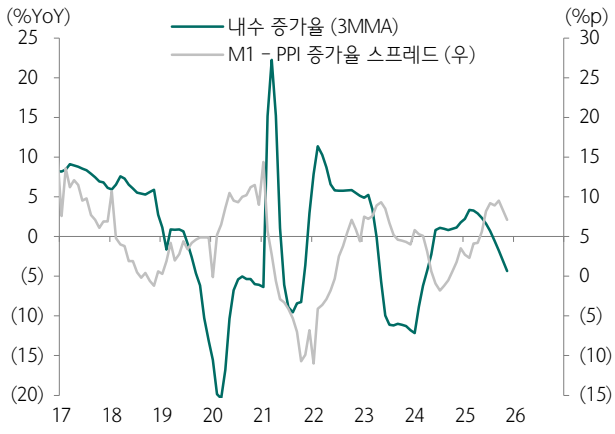
자료: Wind, 하나증권

이슈 4. 홍콩 강구퉁(본토) 거래대금과 순매수 강도 크게 약화



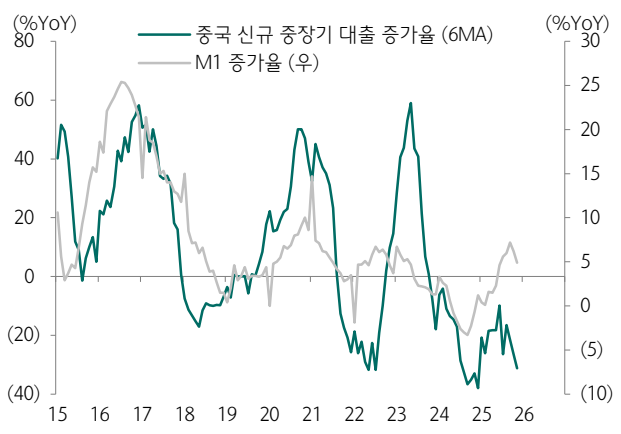
자료: Wind, 하나증권

이슈 5. 중국 초과유동성 효과(M1-PPI)와 내수 증가율 동반 둔화



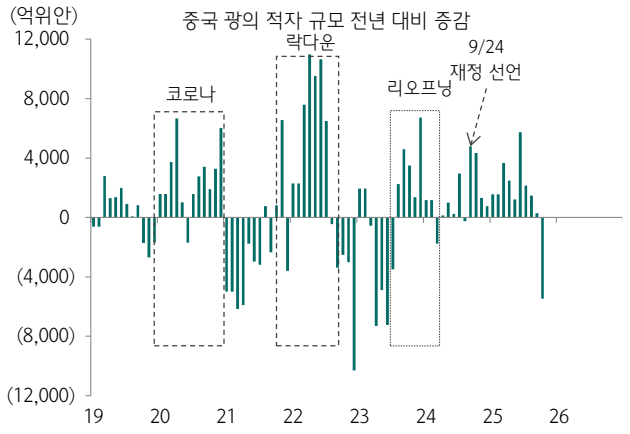
자료: Wind, 하나증권

이슈 6. 중국 통화량 증가율 단기 둔화, 신용 사이클 회복도 지연



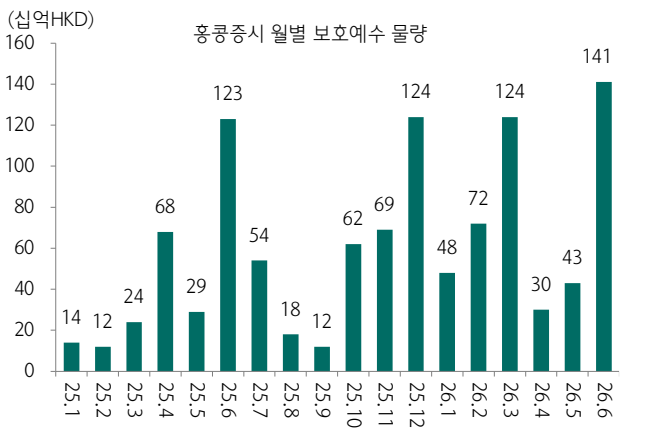
자료: Wind, 하나증권

이슈 7. 중국 단기 재정집행 강도 Proxy : 하반기 집행 강도 급락



자료: Wind, 하나증권

이슈 8. 홍콩 증시 월별 보호예수 해제 물량 : 12월 물량 급증



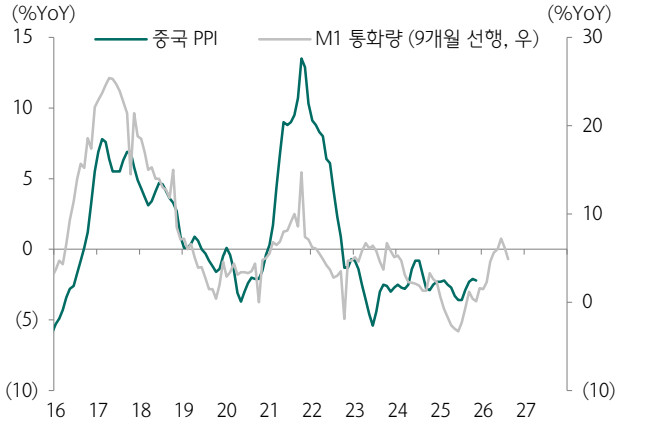
자료: Wind, 하나증권

이슈 9. 중국 역대 경제공작회의에서 제시한 정책 목표 우선순위

	2025년	2024년	2023년	2022년	2021년	2020년
1	**내수 주도 원칙, 강력한 국내시장 구축**	**소비 진작, 투자 효과 제고, 전방위 국내 수요 확대**	**과학기술 혁신으로 현대화 산업 시스템 구축**	**국내 수요 확대 주력**	거시정책 안정적·효과적 추진	**국가 전략적 과학기술 역량 강화**
2	**혁신주도 전략 고수, 신성장동력 육성**	**과학기술 혁신으로 신품질 생산력 발전 견인**	**국내 수요 확대 주력**	**현대화 산업 시스템 구축 가속화**	미시정책 시장 주체 활력 지속적으로 자극	**산업체인·공급체인 자주적 통제력 증대**
3	개혁 난제 돌파, 고품질 발전 동력 강화	경제 체제 개혁의 견인 역할 발휘 상징적 개혁 조치 착실히 이행	주요 분야의 개혁 심화	공유제와 비공유제 경제의 '병행 발전(两个毫不动摇)' 원칙 철저히 이행	**구조정책 국민경제 순환에 주력**	**내수 확대' 전략적 기점을 견지**
4	대외개방, 다방면의 협력 상생 추진	높은 수준 대외 개방 확대, 대외 무역 및 외자 안정 도모	고수준 대외 개방 확대	외자 유지 및 이용 확대	**과학기술 정책 착실이 시행**	개혁·개방 전면 추진
5	지역·도시 간 균형 및 지역 연계 발전 촉진	중점 분야의 리스크 효과적 예방 및 해소	중점 분야의 리스크 효과적 예방 및 해소 지속	주요 경제·금융 리스크 효과적 예방 및 해소	개혁·개방 정책 발전 동력 활성화	종자 및 경작지 문제 해결
6	탄소중립·탄소피크, 녹색전환	신형 도시화 및 농촌 전면 진흥 통합 추진	3농(농업·농촌·농민)' 사업 지속 강화		지역정책 발전의 균형 및 조화 강화	반독점 및 자본의 무질서한 확장 방지 강화
7	민생을 최우선 가치, 실질적 조치 시행	지역 전략 실시 강도 강화, 지역 발전 활력 증대	도·농 융합 및 지역 간 조화 추진		사회정책 민생 마지노선 유지	대도시 주택 문제 해결
8	리스크 마지노선 사수, 적극적으로 주요 리스크 예방 및 개선	탄소 감축, 오염 감소, 녹색 확장 협력 추진	생태문명 건설 및 녹색 저탄소 발전 심화			탄소피크 및 탄소중립 사업 추진
9		민생 보장 및 개선 역량 확대	민생 보장 및 개선			

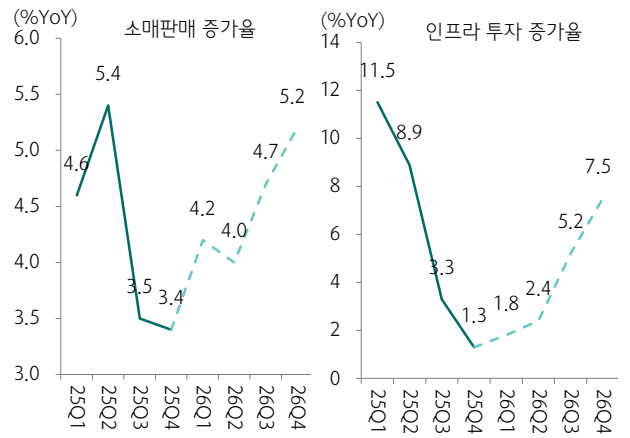
자료: Wind, 하나증권

이슈 10. 생산자물가는 2/4분기 플러스 전환, 3/4분기가지 상승



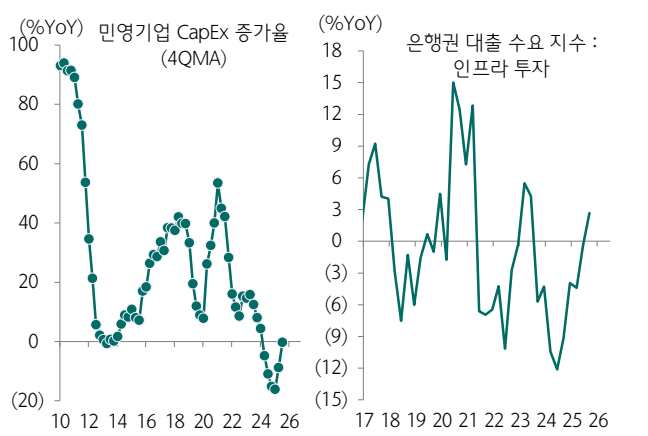
자료: Wind, 하나증권

이슈 11. 내수 관련 지표 저점은 1/4분기에 형성, 상저하고 패턴



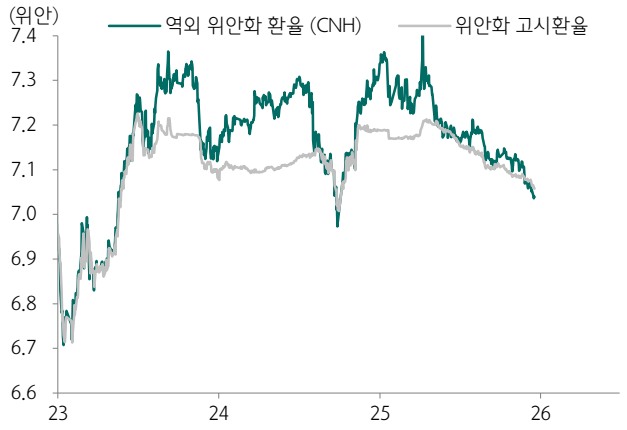
자료: Wind, 하나증권

이슈 12. 2026년 중국 기업과 중앙정부 주도 투자 사이클 반등



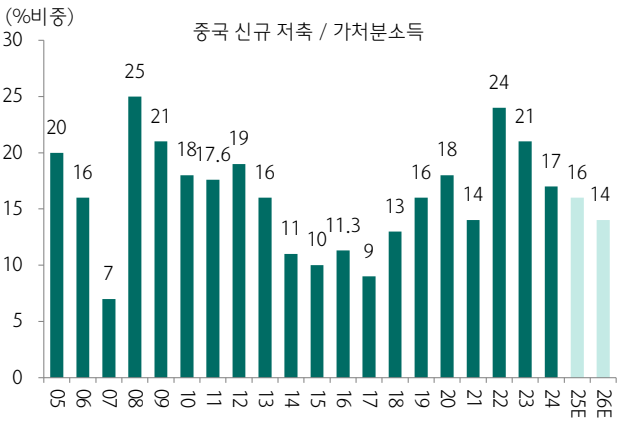
자료: Wind, 하나증권

이슈 13. 위안화 환율 2026년 6위안대 진입 예상: 정부 유도+ 수급



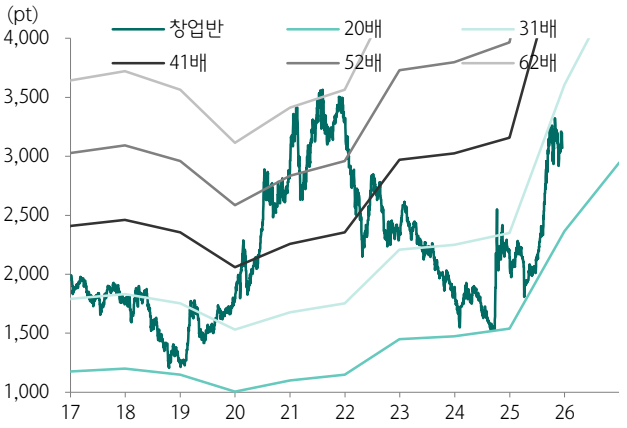
자료: Wind, 하나증권

이슈 14. 중국 신규 저축 / 가처분 소득 : 2026년 지속 하락 예상



자료: Wind, 하나증권

이슈 15. 심천 창업판 지수 PER 밴드



자료: Wind, 하나증권

이슈 16. 항셍테크 지수 PER 밴드

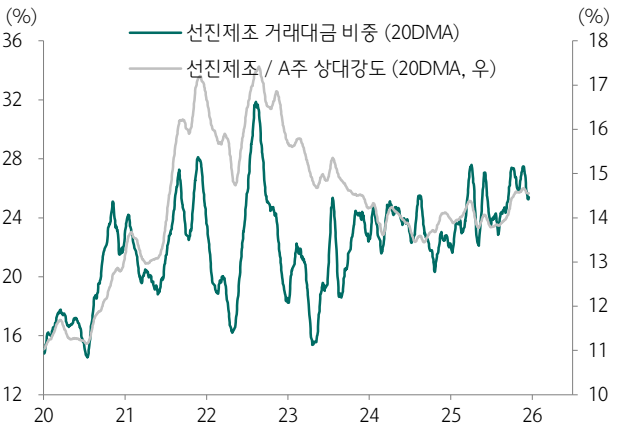
자료: Wind, 하나증권

이슈 17. 중국 연도별 공작회의 핵심 키워드와 다음해 주도주 연관

	연도별 공작회의 키워드	차기 연도 주도주 상위 5위
12	구조조정, 기술혁신, 지속가능발전	미디어, PC, 환경보호, 전자, 가전
13	과잉 생산능력 해소, 대외개방 확대	증권·보험, 인테리어·건축, 철강, 부동산, 운송
14	대중창업, 대중혁신	PC, 경공업, 섬유의복, 사회서비스, 미디어
15	3거 1강 1보(과잉 생산설비/부동산 재고/과대 레버리지 최소화·기업 원가 절감·유효 공급 확대)	음식료, 석탄, 건자재, 건축·인테리어, 가전
16	공급측개혁, 고품질 공급	음식료, 가전, 철강, 증권·보험, 비철금속
17	레버리지 축소	사회서비스, 은행, 음식료, 농수산, 뷰티·헬스케어
18	수요확대, 신규 인프라	전자, 음식료, 가전, 건자재, PC
19	친환경 발전, 선진 제조업군 육성, 서비스업 발전 촉진	사회서비스, 전력장비, 음식료, 방산, 뷰티·헬스케어
20	자주통제, 탄소정점 및 탄소중립, 에너지 구조 개선	전력장비, 비철금속, 석탄, 화학, 철강
21	**인프라, 전정특신, 디지털경제**	**석탄, 상사, 사회서비스, 운송, 뷰티·헬스케어**
22	**AI, 디지털 경제**	**통신, 미디어, PC, 전자, 정유·화학**
23	**신품질 생산력,이구완신**	**은행, 증권·보험, 통신, 가전, 전자**
24	**신품질생산력, 반내권, 소비**	**통신, 비철금속, 상사, 전자, 전력장비**
25	**내수 확대(투자>소비), 반내권, AI+, 서비스, 친환경 (15/5 계획)**	**-**

자료: Wind, 하나증권

이슈 18. 중국 선진제조 시가총액과 이익 비중 빠르게 상승



주 : 선진제조테마지수는 친환경, 기계장비, 조선, 비철금속, 산업재 대표주 구성
자료: Wind, 하나증권

중국증시 Key Data (주간)

중국 주간 산업가격 지표 모니터링

	지표 (주간)	전기비 (WoW)		12월 (MTD)	전년비 (YoY)			업데이트 날짜
		WoW (금주)	WoW (전주)		11월	10월	vs 2019 (%)	
생산	**고로 가동률**	**(0.2)**	(1.9)	(3.9)	0.3	3.4	(7.4)	12/19
	코크스 가동률	**(1.8)**	(2.7)	0.1	(2.4)	1.4	(7.7)	12/19
	지역난방 (산둥성)	**0.5**	1.0	4.8	2.3	(1.9)	(15.4)	12/17
	댐 방류량 (삼협댐)	**0.6**	(16.9)	(33.8)	54.3	165.7	(8.3)	12/19
수출입	**BDI (수입)**	**(9.7)**	(18.5)	12.3	41.8	19.8	97.2	12/18
	CDFI (수입)	**(2.7)**	(8.8)	2.2	6.0	3.0	43.2	12/18
	CCFI (수출)	**0.3**	(0.6)	1.6	(23.0)	(29.4)	(25.2)	12/12
	SCFI (수출)	**7.8**	(0.4)	1.1	(36.4)	(35.5)	(40.9)	12/12
건설/건축	**건축용 강재 거래량**	**22.3**	(14.4)	-	(14.6)	(17.1)	-	11/06
	조강 생산량	**2.8**	(6.4)	(1.4)	(9.3)	(5.6)	(14.6)	12/10
	철근 재고 (주요도시)	**(6.2)**	(6.2)	(14.0)	38.7	51.9	(9.0)	12/12
	아스팔트 설비 가동률	**(0.7)**	(0.4)	(0.2)	(8.4)	15.7	(36.0)	12/17
	시멘트 재고비율	**(2.6)**	(1.8)	(4.3)	4.4	0.9	14.4	12/12
	밀링머신 가동률	**0.3**	(1.4)	(3.5)	(16.1)	(11.4)	(27.8)	12/11
부동산	**30대도시 주택거래**	**17.6**	(27.7)	(0.1)	(28.0)	(21.0)	(60.5)	12/14
	1선 도시	**14.3**	(30.2)	(0.7)	(44.0)	(27.5)	(57.3)	12/14
	2선 도시	**13.7**	(32.9)	(4.0)	(18.2)	(11.9)	(56.8)	12/14
	3선 도시	**33.7**	(0.4)	12.8	(26.8)	(28.1)	(70.0)	12/14
	기존주택 공시가격	**(0.1)**	(0.3)	(0.5)	(6.3)	(6.2)	(22.7)	12/08
	기존주택 매물량	**(1.5)**	1.1	(16.8)	(87.9)	(88.2)	(95.7)	12/08
	100대도시 토지 거래 면적	**61.5**	11.6	87.2	(7.8)	(14.4)	(13.3)	12/14
	100대 도시 토지가격 프리미엄률	**(13.5)**	(32.3)	(52.3)	(3.9)	(0.3)	(83.2)	12/14
자동차	**타이어(세미스틸) 가동률**	**(0.3)**	0.9	(0.8)	(9.1)	(14.6)	13.9	12/18
	타이어(스틸) 가동률	**0.1**	0.9	0.4	5.3	8.0	(0.8)	12/18
화학 의류 소비	**PTA 가동률**	**0.0**	0.0	(1.6)	(8.2)	(5.7)	(17.8)	12/18
	폴리에스테르 가동률	**0.0**	0.0	(1.1)	(8.1)	(7.2)	(11.9)	12/18
	직조기 가동률	**(1.3)**	(7.2)	-	-	-	-	04/17
	지하철 이용	**(1.6)**	0.5	(1.9)	2.6	(0.0)	28.9	12/18
PPI	**RJ/CRB**	**(2.5)**	(1.0)	(0.6)	6.1	4.9	84.0	12/18
	중국 상품가격 종합지수 (남화)	**0.8**	(2.5)	(1.2)	(7.2)	(7.7)	37.8	12/18
	브렌트유	**(1.5)**	(3.6)	(1.3)	(14.4)	(14.3)	26.0	12/18
	구리	**0.2**	2.6	7.0	17.5	10.7	48.9	12/18
	알루미늄	**0.4**	0.0	1.4	8.9	6.2	42.1	12/18
	철광석	**1.7**	(3.8)	(0.7)	0.8	0.7	(21.7)	12/18
	코크스	**4.3**	(1.2)	(8.7)	(8.6)	(14.2)	(31.7)	12/18
	철근	**1.0**	(2.3)	1.6	(8.2)	(10.2)	(24.6)	12/18
	시멘트	**0.6**	**0.6**	0.1	(23.2)	(19.6)	(34.0)	12/18
CPI	**농산품 도매가격 종합지수**	**0.9**	0.7	3.1	2.3	(7.8)	3.1	12/18
	이우시장 소형 공산품가격	**0.1**	(0.2)	-	-	-	-	06/29
	돈육	**(0.6)**	(0.2)	(2.2)	(24.8)	(27.2)	(59.3)	12/18
	계란	**(0.8)**	0.0	1.1	(28.1)	(27.6)	(7.0)	12/18
	채소	**(0.5)**	0.0	3.0	13.2	(10.0)	20.2	12/18
	과일	**2.0**	2.7	4.4	(0.2)	(2.7)	23.7	12/18
	소고기	**(0.3)**	(0.6)	(0.5)	9.1	8.0	(13.2)	12/18
	양고기	**0.3**	(0.2)	0.0	6.2	5.3	(13.0)	12/18
	닭고기	**0.6**	(0.5)	0.8	(1.3)	(1.9)	8.2	12/18

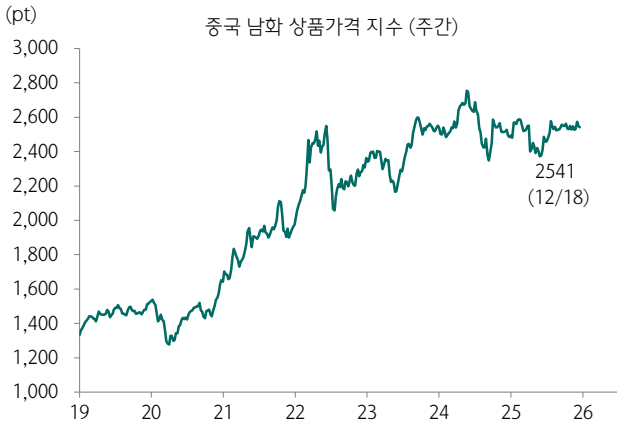
중국/신흥국 투자전략 김경환 khstyle11@hanafn.com

자료 : CEIC, Wind, 하나증권

도표 1. 동향 점검 : 연료탄 가격 상승

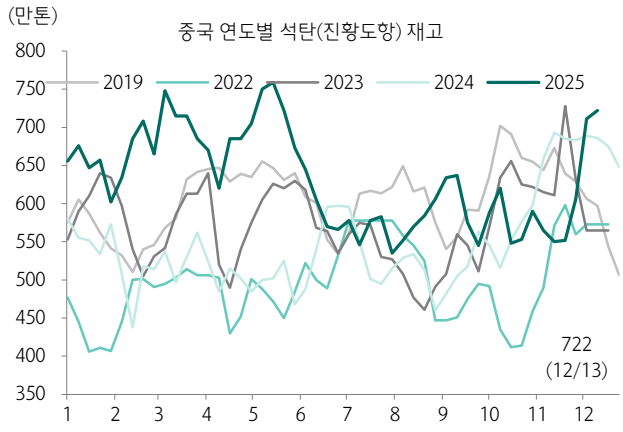
자료: Wind, 하나증권

도표 2. 동향 점검 : 남화 상품가격 하락



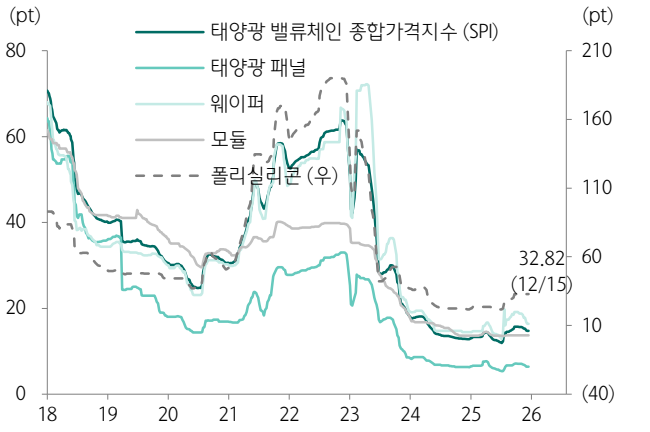
자료: Wind, 하나증권

도표 3. 동향 점검 : 12월 2주차 석탄 재고 추세 상단



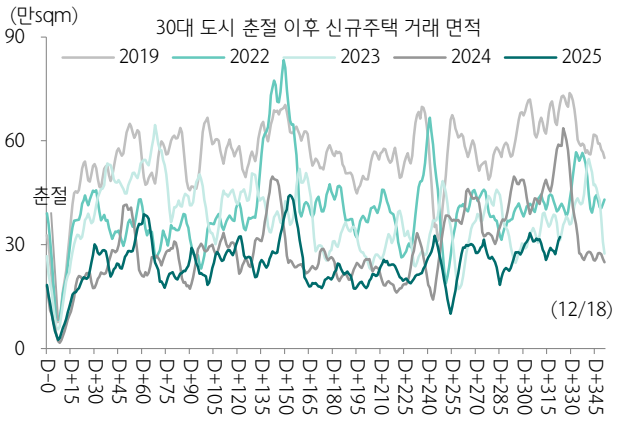
자료: Wind, 하나증권

도표 4. 동향 점검 : 태양광 밸류체인 하락



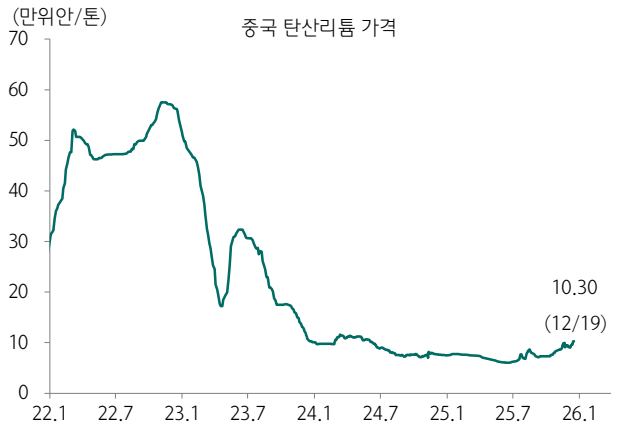
자료: Wind, 하나증권

도표 5. 동향 점검 : 30대 도시 주택 거래 면적 추세 하회



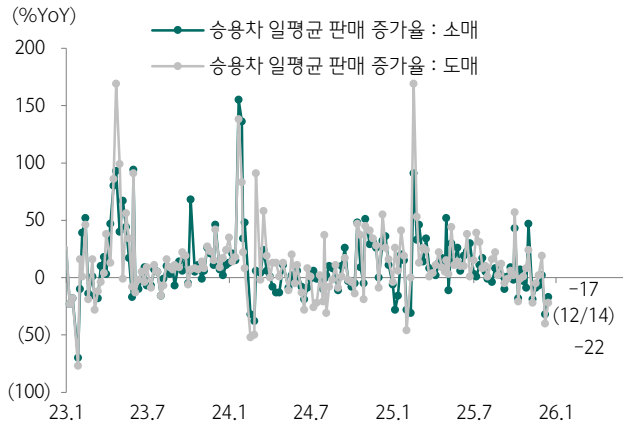
자료: Wind, 하나증권

도표 6. 동향 점검 : 중국 탄산리튬 현물 가격 상승



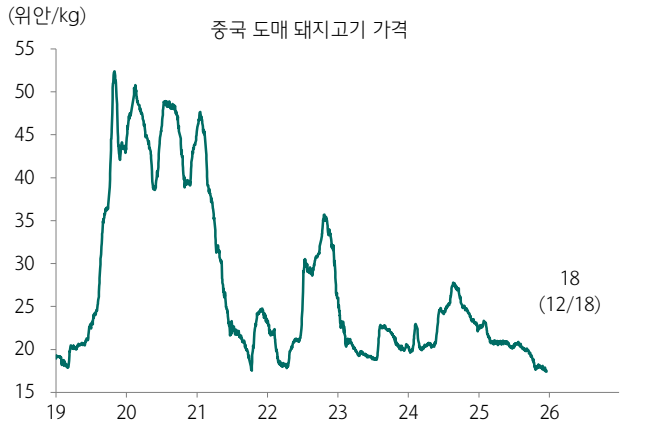
자료: Wind, 하나증권

도표 7. 동향 점검 : 승용차 일평균 소매 판매 증가율 상승



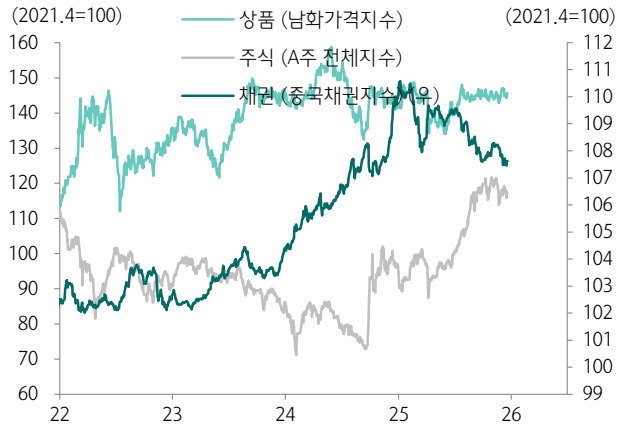
자료: Wind, 하나증권

도표 8. 동향 점검 : 중국 돈육 도매 가격 하락



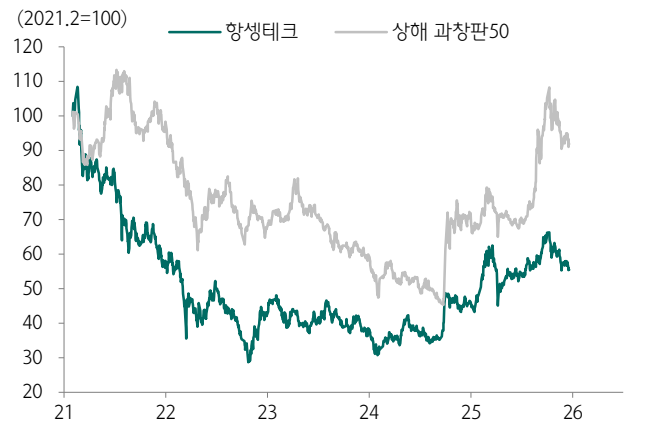
자료: Wind, 하나증권

도표 9. 동향 점검 : 주식 하락, 상품가격 상승, 채권 하락



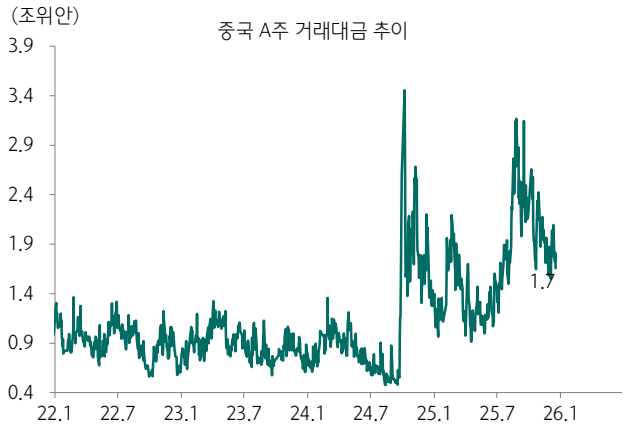
주 : 2025년 12월 18일 기준
자료: Wind, 하나증권

도표 10. 동향점검 : 본토 성장지수와 홍콩 소비/빅테크 간극 축소



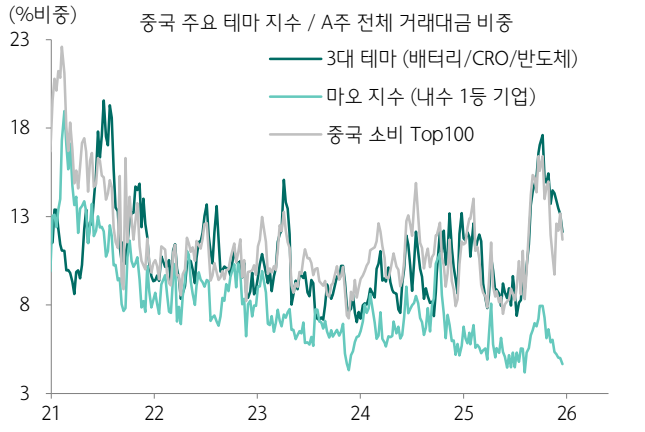
주 : 2025년 12월 18일 기준
자료: Wind, 하나증권

도표 11. 동향 점검 : 본토 거래대금 1조위안 상회



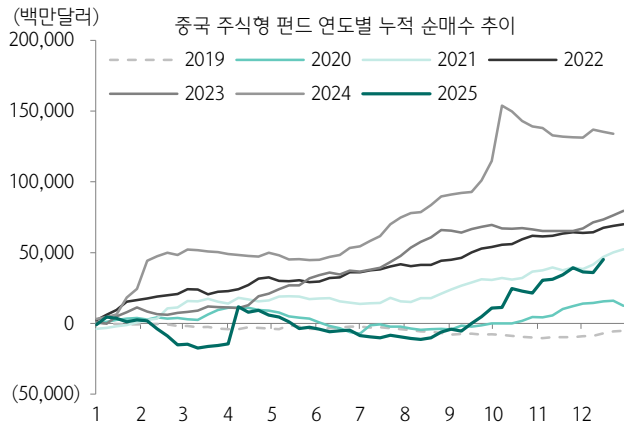
주 : 2025년 12월 18일 기준
자료: Wind, 하나증권

도표 12. 동향 점검 : 3대 성장주 테마 수급 집중도 혼조



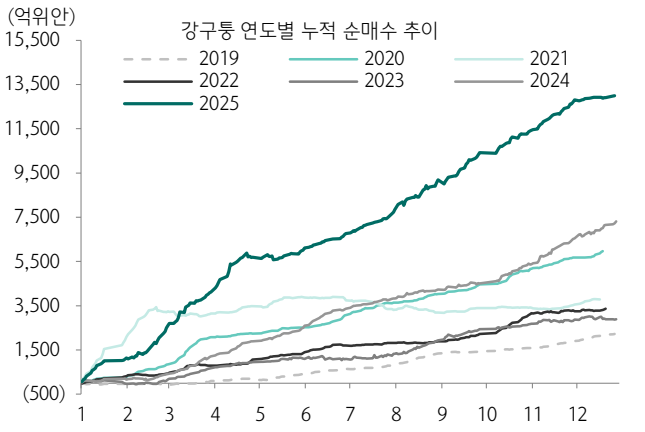
주 : 2025년 12월 18일 기준
자료: Wind, 하나증권

도표 13. 동향 점검 : 중국증시 주식형 펀드 순매수 강화



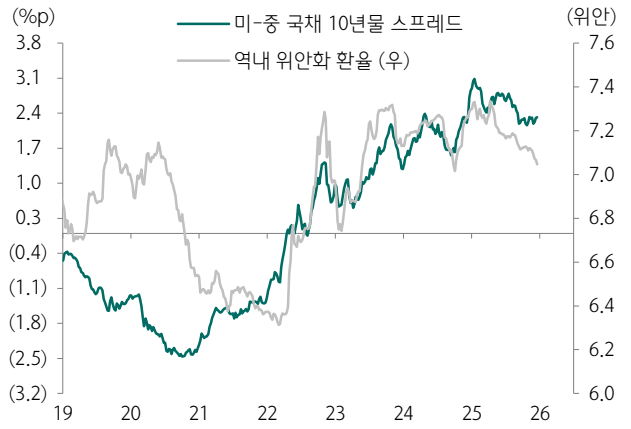
주 : 2025년 12월 17일 기준
자료: Wind, 하나증권

도표 14. 동향 점검 : 강구퉁 자금 순매수 강화



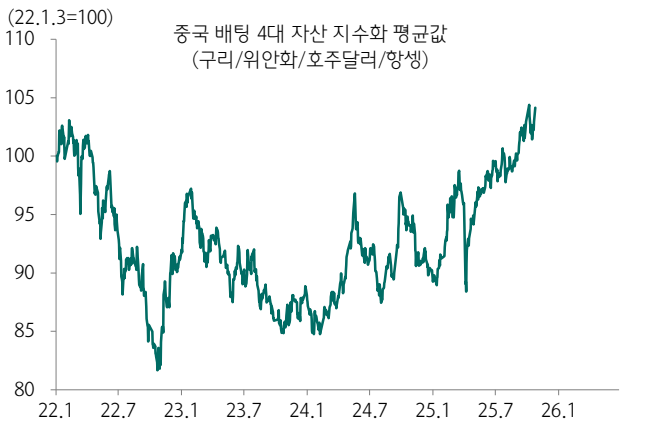
주 : 2025년 12월 18일 기준
자료: Wind, 하나증권

도표 15. 동향 점검 : 미중 금리차 100bp 상회, 위안화 환율 강세



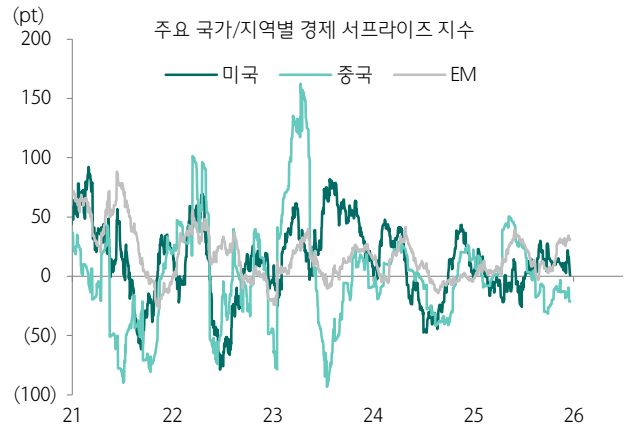
주 : 2025년 12월 18일 기준
자료: Wind, 하나증권

도표 16. 동향 점검 : 중국 배팅 4대 자산군 추이 상승



자료: Wind, 하나증권

그림 17. 동향 점검 : 중국 경제 서프라이즈 지수 하락



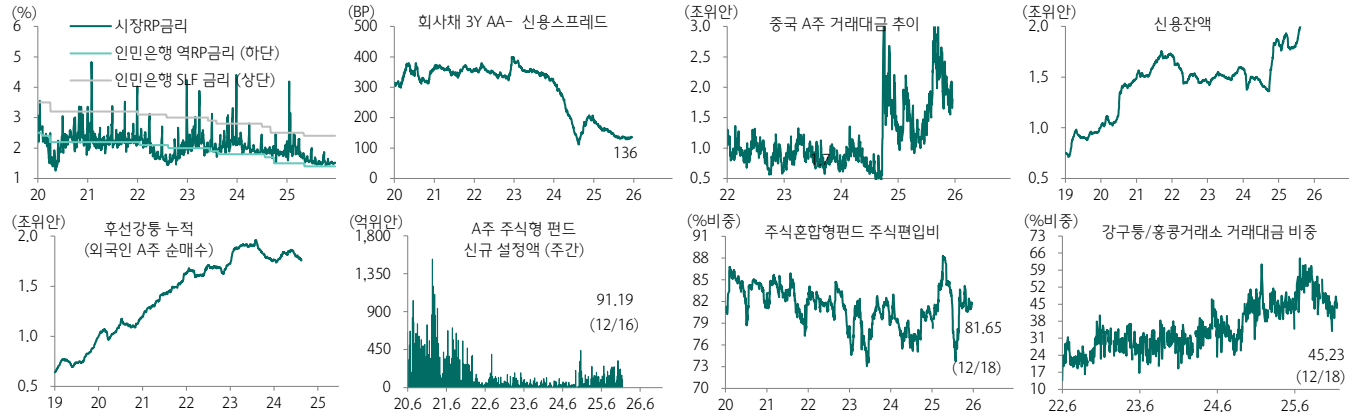
주 : 2025년 12월 18일 기준
자료: Wind, 하나증권

그림 18. 동향 점검 : IT, 자동차 증가율 하락

주 : 2025년 12월 18일 기준
자료: Wind, 하나증권

중국증시와 상품 시장 Performance (주간)

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

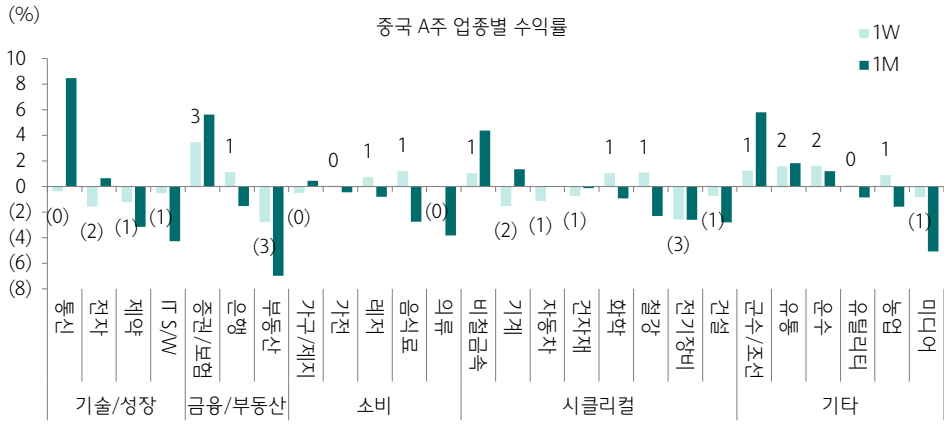


자료: Wind, CEIC, 하나증권

증권/보험(+3%), 운수(+2%), 유통(+2%), 아웃퍼폼

부동산(-3%), 전기장비(-3%), 전자(-2%) 언더퍼폼

도표 20. 중국 A주 주요 업종 수익률

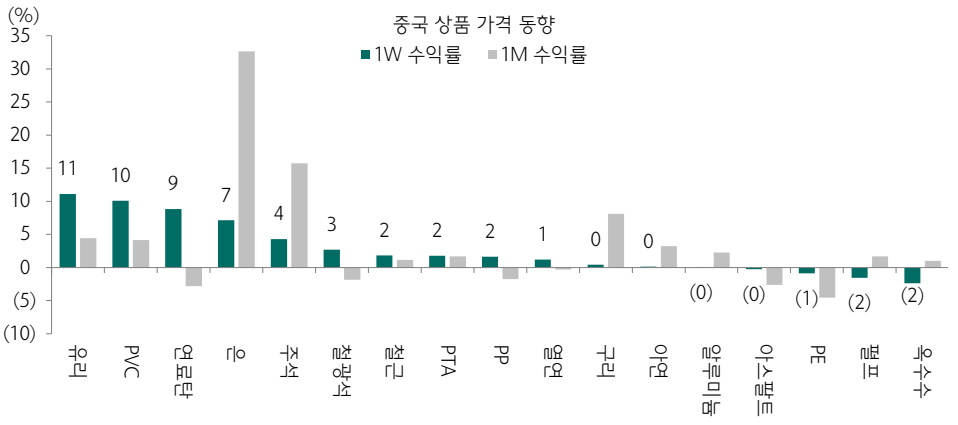


주 : 2025년 12월 18일 종가 기준, 업종은 A주 션완(申万)분류 기준
자료 : Wind, 하나증권

상품가격은 유리, PVC, 연료탄, 은, 주석, 철광석, 철근, PTA, PP, 열연, 구리, 아연 상승

옥수수, 펄프, PE, 아스팔트, 알루미늄 하락

도표 21. 중국 상품선물 가격 동향

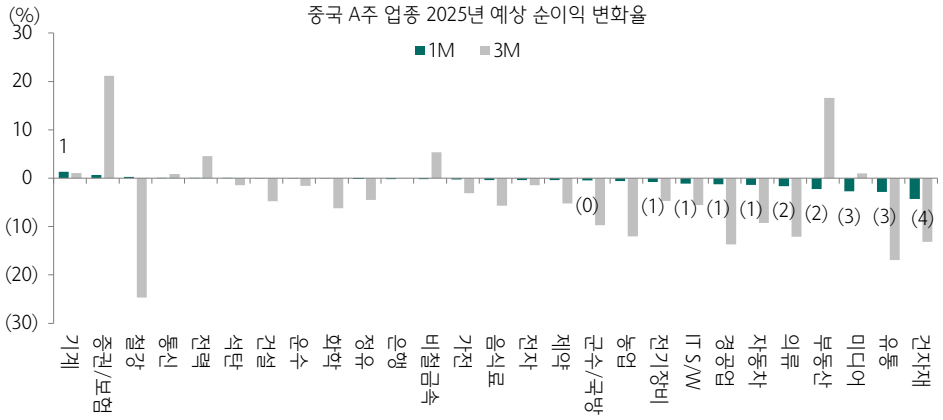


주 : 2025년 12월 18일 종가 기준, 업종은 A주 션완(申万)분류 기준
자료 : Wind, 하나증권

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

최근 1개월 순이익 전망치 상향은 기계, 증권/보험, 철강 순

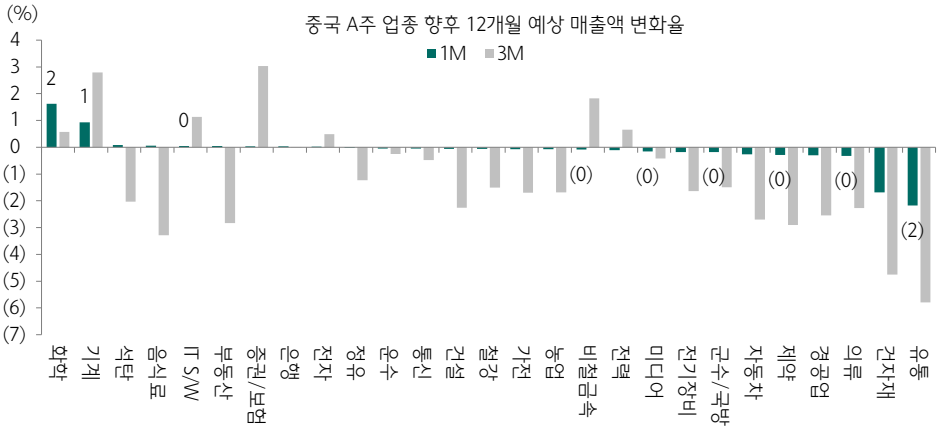
도표 22. 중국 A주 2025년 예상 순이익 변동



주 : 2025년 12월 18일 기준, 업종은 A주 중신(中信) 기준.
자료 : Wind, 하나증권

최근 1개월 매출 전망치 상향은 화학, 기계, 석탄 순

도표 23. 중국 A주 2025년 예상 매출액 변동



주 : 2025년 12월 18일 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.