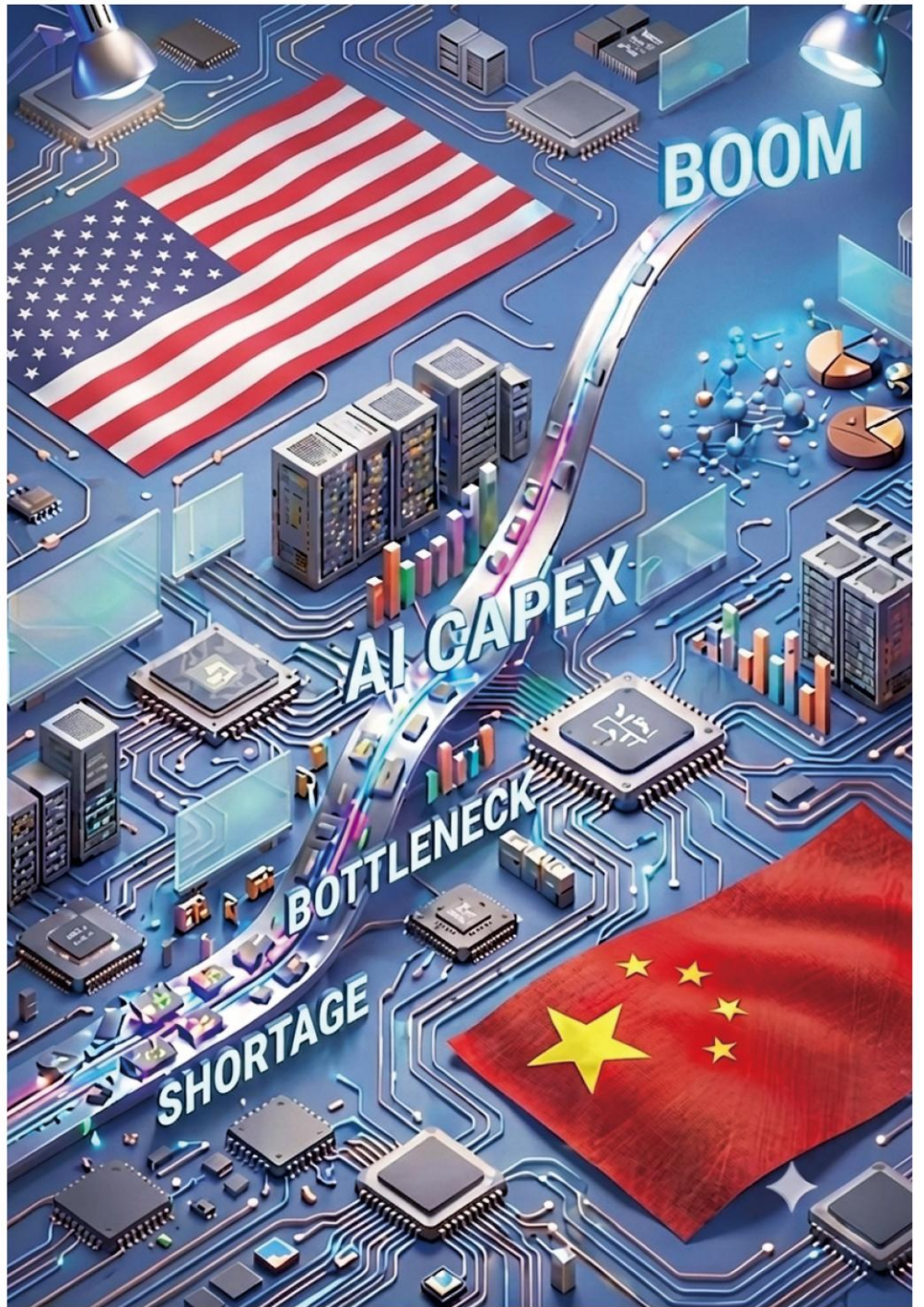


MARKET STRATEGY

2026. 6. 19



2026년 하반기 미-중 투자전략:

AI 사이클 점검, Focus on Bottlenecks

이 리포트를 읽어야 하는 이유

안녕하세요, 삼성증권 리서치센터입니다.

하반기 미-중 투자전략 보고서, 『AI 사이클 점검, Focus on Bottlenecks』를 발간하게 되었습니다.

상반기 글로벌 주식시장은 이란 전쟁의 발발로 인한 지정학적 리스크가 불거졌으나 5월 미-중 정상회담에서의 원만한 미니 데탕트와 6월 이란 종전 합의로 불확실성이 완화되는 흐름으로 마무리되고 있습니다. 올해 주식시장에서는 AI 투자경쟁과 이에 따른 병목(Bottleneck) 밸류체인 폭발적인 주가 상승이 이어지고 있는데요, 하반기 미-중 주식시장 보고서를 통해서 미국과 중국시장에 대한 투자전략을 정리해 보았습니다.

하반기 미국 주식시장은 이익 성장을 중심으로 긍정적인 흐름을 지속할 것으로 예상합니다. 현재 증시의 AI 쏠림을 단순 과열로만 보기에선 구조적인 변화를 과소평가하고 있다고 생각합니다. 올해 S&P 500 이익 증가의 50%를 IT가, 그 중에서도 메모리 반도체/저장장치가 50% 이상을 견인할 것으로 보입니다. AI 리더십이 하반기에도 계속될 수밖에 없습니다.

올해 하반기는 오히려 AI에 집중해야 합니다. 오픈 AI와 앤스로픽이라는 거대 AI 모델 개발 기업들이 상장을 하고, 강한 AI 인프라 수요를 바탕으로 IT는 물론 산업재, 소재 등까지 구조적인 이익 성장의 저변이 확대되고, 강화되고 있습니다. 메모리 반도체를 코어로 두되, 또다른 병목인 전력 밸류체인(전력 관리 장비, 냉각 시스템, 변압기, 가스 터빈 등)에도 지속적인 관심을 가져야 합니다.

하반기 중국 주식시장은 완만한 지수 상승구간에 위치할 것으로 생각합니다. 중국 주식시장의 기회요인으로 1) 펀더멘털 리바운드, 2) 정부정책 모멘텀, 3) AI 테크 사이클, 이 세 가지를 감안할 필요가 있습니다. 당분간 중국 주식시장의 흐름은 본토와 테크주가 주도하는 디커플링 장세가 이어질 것인데, 이는 실적 모멘텀과 유동성 유입에서 발생하는 괴리입니다. 더불어 하반기 차이나 반도체와 휴머노이드를 대표하는 CXMT, 유니트리가 주식시장에 상장되면서 차이나 테크의 모멘텀이 주목됩니다.

차이나 포트폴리오의 키워드는 『① P(가격 회복) Play, ② 병목(Bottlenecks), ③ 상용화(Monetization)』입니다. 중국의 PPI 회복은 에너지, 소재, 친환경 밸류체인의 실적 회복을 견인할 것입니다. 더불어 15.5 경제규획의 적극적인 첨단제조 육성정책과 미-중 미니 데탕트는 차이나 테크의 긍정적인 요인인데, 치열한 글로벌 AI 경쟁에서 실적 고성장의 기회를 얻고 있는 AI Bottleneck 밸류체인(반도체, 소재, 전력망)과 본격적인 상용화 단계에 진입하고 있는 로보틱스, 자율주행을 최우선 섹터로 제시드립니다.

REPORT

CONTENTS

01 미국 전망

04p

1. 하반기 주식시장 환경:
 - 1) AI, 경기, 실적 3요소 여전히 유효
 - 2) 대형 IPO와 주식시장 영향 - 시장 정점 우려는 과도
2. 주식시장 전망과 투자전략:
 - 1) S&P 500 7,200~8,150pt - 기업이익이 핵심 동력
 - 2) 투자 전략 - AI로 돈을 버는 기업에 집중하자
3. 이슈:
 - 1) 2026년 미국 중간선거와 주식시장 시사점

02 중국 전망

23p

1. 매크로 전망:

'26년 4.7%, '27년 4.6% 성장할 전망
2. 이슈:
 - 1) PPI 인플레이션 - P의 파동
 - 2) 차이나 AI 테크 - Breaking the AI bottleneck
 - 3) 차이나 인바운드 붐 - Dual drivers
3. 주식시장 전망:

Slow bull market에서 찾는 투자 기회

Chapter

01

미국 전망

1. 하반기 주식시장 환경
2. 주식시장 전망과 투자전략
3. 이슈

Chapter 1. 하반기 주식시장 환경

하반기 핵심 주식시장 환경

AI, 경기, 실적 3요소 여전히 유효

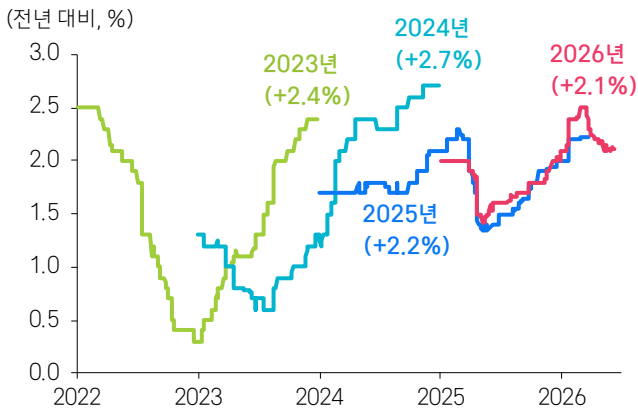
지난 해 말, '26년 증시 강세장의 연장을 전망하며 핵심 근거로 △AI, △경기, △실적 3개 요소간 조합을 짚었다. 실제로 상반기 미국 경기는 예상치 못한 미-이란 전쟁 발발과 갈등 장기화에도 불구하고 잠재성장률을 상회하는 견고한 모멘텀이 유지되고 있다. 비록 통화정책 기대가 크게 후퇴하고, 정책 경로의 불확실성이 높아졌지만 주식시장은 안정적인 경기와 폭발적인 기업이익 성장을 바탕으로 놀라운 회복 탄력성을 보여주었다.

특히 기업이익의 가파른 상향에는 AI가 중심에 자리잡고 있다. 연초 전망되었던 S&P 500연간 이익 성장률(+13~14%)은 현재 +24.5%까지 상향 조정되었고, 이중 IT 업종이 절반을 기여한다. 뿐만 아니라 소재, 산업재 등 AI 밸류체인 곳곳에서 AI 데이터센터 수요로 인해 역대 최고 실적을 기록하는 동시에 구조적인 성장에 대한 자신감 또한 강화되고 있는 국면이다.

제조업 경기 회복세도 긍정적이다. 3년 만에 바닥을 통과한 제조업 경기는 이란 전쟁에도 불구하고 다행히 훼손 없이 회복세를 지속하고 있다. 신규 주문, 생산, 공급업체 납품 등 모두 확장세가 지속되고 있고, 고용은 여전히 50pt를 하회하고 있지만 4월 보다 개선된 흐름이다. 컴퓨터·전자제품 등 AI 뿐만 아니라 기계, 운송장비, 석유·화학 제품, 식료품 등 주요 제조산업 전반에서도 회복이 확인되고 있다. 이는 상반기 중소형주의 가파른 이익 회복세를 견인하는 것은 물론 대형주 대비 중소형주의 열위 구도를 해소하는 주요 동인으로 작동 중이다(Ytd S&P 500 +9.7% vs. 러셀 2000 +18.4%, 6.16일 기준).

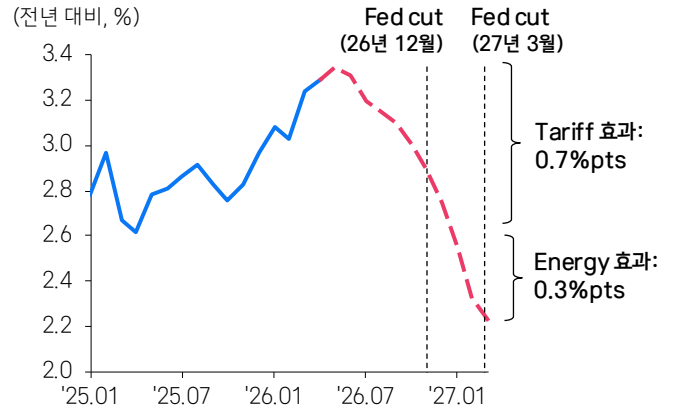
하반기에도 △AI, △경기, △실적 3개 요소간 조합은 유효하다. 당사 매크로팀은 올해 미국의 경제 성장률 전망을 시장 컨센서스(2.1%) 보다 소폭 높은 2.4%를 유지한다. 또한 통화정책과 관련해서는 향후 추가 2회 인하(올해 12월과 내년 3월, terminal rate 3.25%) 전망을 유지한다. 6월 FOMC 이후 Dot-plot 상승으로 연내 1회 금리 인상 전망이 우세해졌지만, 당사는 관세로 인한 물가 압력과 유가 급등으로 인한 물가 상승 효과가 하반기 완화되고 종전 합의로 장기 기대 인플레이션 또한 정상화될 것으로 기대한다. 향후 유가 정상화 속도, 고용 회복 정도에 따라 연내 금리 인하가 지연될 위험은 잠재되어 있지만, 시장의 우려처럼 인상 위험은 높지 않다고 판단한다.

미국 경제 성장률 컨센서스



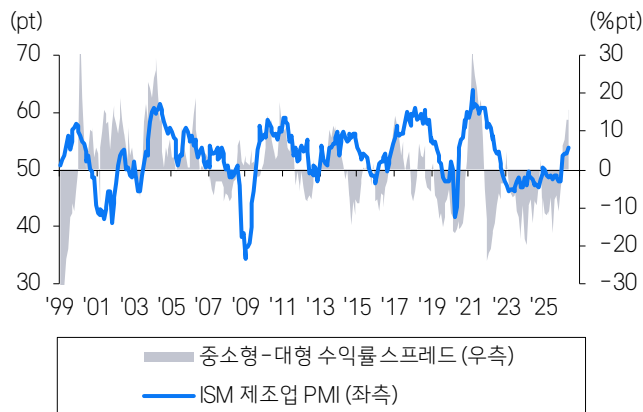
자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 핵심 PCE 인플레이션 및 Fed 금리 전망



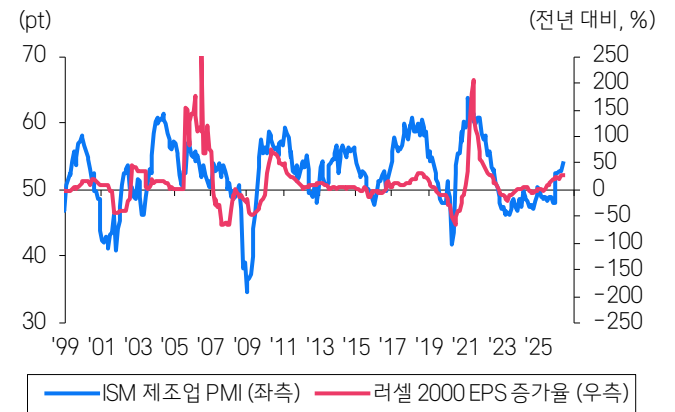
참고: 당사 매크로팀 추정
자료: Bureau of Economic Analysis, 삼성증권

제조업 경기 반등과 대형주 대비 중소형주 아웃퍼폼



참고: 대형주-S&P 500, 중소형주-Russell 2000
자료: Bloomberg, 삼성증권

제조업 경기 반등과 함께 중소형 실적 회복세



자료: Bloomberg, 삼성증권

AI Capex 사이클의 지속 가능 논쟁

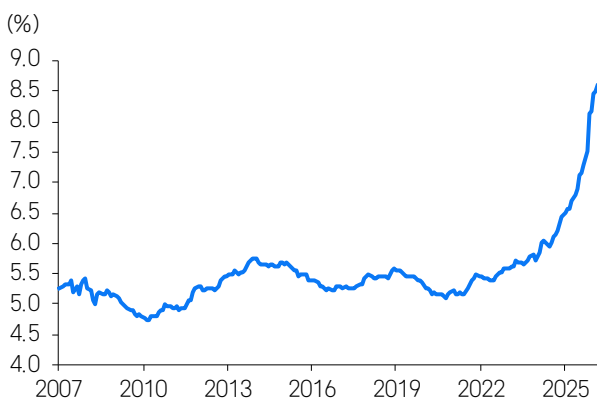
하반기 증시 추세를 반전시킬 미국 매크로 환경의 하방 위험은 크지 않다. 굳이 꼽자면 통화정책 불확실성 즉, 유가 정상화 속도, 고용 회복세 등에 따른 연내 동결 가능성과 포워드 가이드런스 축소에 따른 금리 전망의 불확실성 상승이다. 하지만 상기하듯 연내 통화정책이 긴축으로 전환될 위험은 크지 않다. 이는 이란 전쟁의 여파로 보험성 인상 사이클에 들어간 주요국과의 가장 큰 차이점이다.

하반기 미국 증시는 매크로 환경이 하방을 지지하고 이익이 이끄는 가운데 AI 투자 지속가능성이 핵심 변수가 될 전망이다. 많은 미국 기업들이 경쟁적으로 AI에 돈을 쏟아붓고 있다. 불과 1~2년 전만 해도 시장은 이러한 투자 경쟁을 긍정적으로 바라보았다. AI 투자는 곧 AI 기술력 우위로 이어졌기 때문이다. 하지만 이제 AI 기업들의 기술 수준이 일정 궤도에 오른 현 시점에서 이제는 자금조달 시장의 건전성 우려, 기업들의 재무 건전성, 투자 대비 수익 등으로 시장의 시선이 이동하였다. 올해 1분기까지 주요 5개 하이퍼스케일러들의 매출 대비 CAPEX 비중은 33%로, 지난 '26년래 최고 수준이며 '27년 상반기까지 더욱 증가할 전망이다.

그리고 이러한 CAPEX 투자를 계속하기 위해서 주요 하이퍼스케일러들은 모든 가용자원을 활용하고 있다. 처음에는 풍부한 잉여현금이 그 재원이 되었고, 그 다음에는 회사채를 발행하여 자금을 조달하였으며 이제는 유상증자를 통해 투자 재원을 마련하려 한다. 최근 알파벳과 오라클이 유상증자 계획을 발표하였고 메타는 공식적으로 부정하였으나 검토 중이라는 소식이 전해졌으며 아마존 또한 향후 가능성을 배제하지 않고 있다. 유상증자가 반드시 기업 주가에 부정적으로 작용하는 것은 아니지만, 향후 하이퍼스케일러들의 매출 대비 CAPEX 비중이 더욱 증가한다는 것은 돈을 버는 속도 보다 돈을 쓰는 속도가 더 빠르다는 의미이다. ROI 불확실성이 계속되는 상황에서 유상증자를 통한 투자를 시장은 달가워하지 않는 분위기이다.

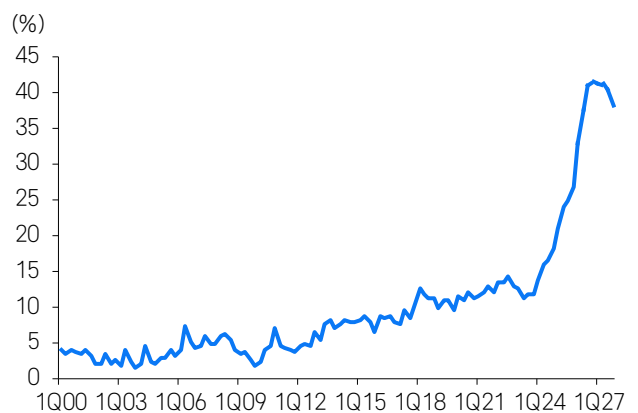
하지만 한편으로는 이와 같은 CAPEX 투자 사이클이 올해 하반기에도 높은 수준으로 유지된다면 AI 인프라 생태계 관점에서는 긍정적이다. 다시 말해 데이터센터 수요가 지속됨에 따라 AI 반도체 칩, 데이터센터 인프라 부품/기기 등의 수요는 견고하게 유지되고 관련 밸류체인들의 이익 성장과 주가 모멘텀이 지속될 수 있음을 의미한다.

S&P 500 매출 대비 CAPEX



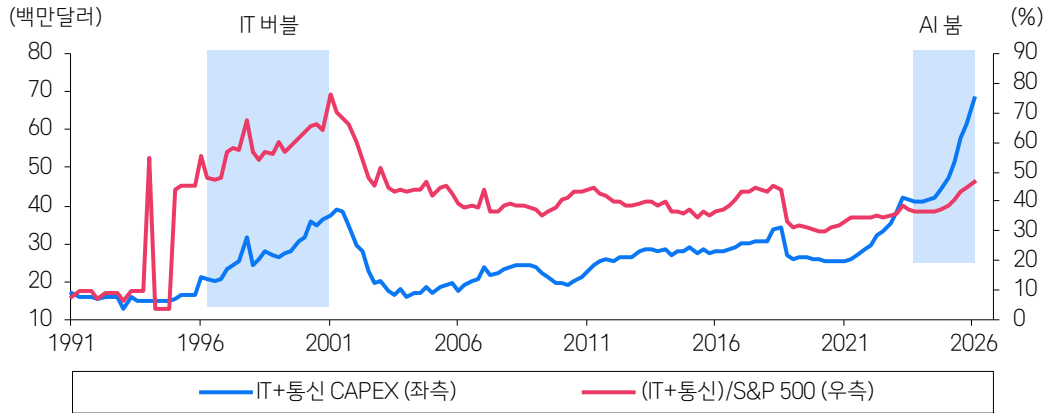
참고: 매출과 CAPEX 모두 12m fwd 기준
자료: Factset, 삼성증권

주요 하이퍼스케일러* 매출 대비 CAPEX



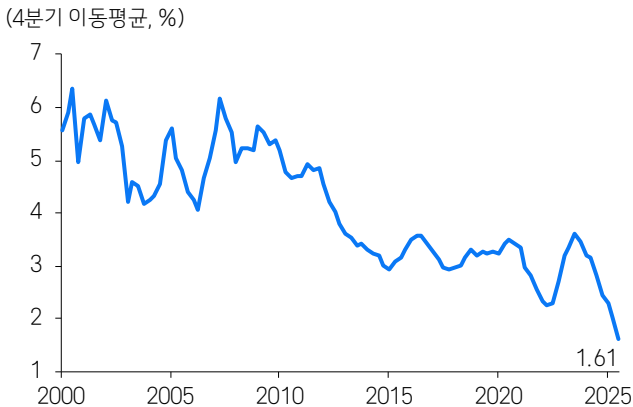
참고: * 마이크로소프트, 메타, 아마존, 알파벳, 오라클, 점선은 추정치
자료: Factset, 삼성증권

CAPEX 규모 비교: 닷컴버블 vs. AI 붐



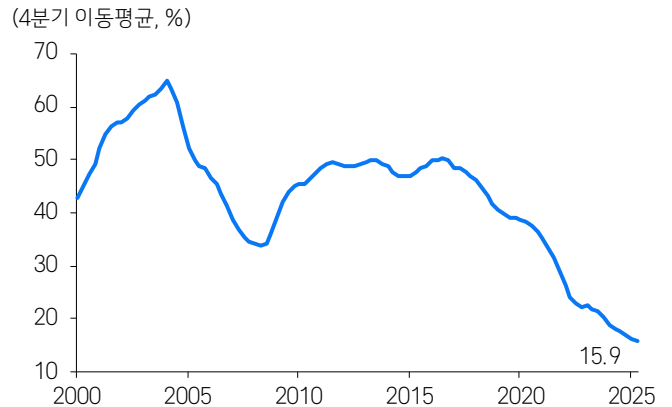
참고: 26년 1분기 기준
 자료: Bloomberg, 삼성증권

주요 하이퍼스케일러* 총 자산 대비 잉여현금



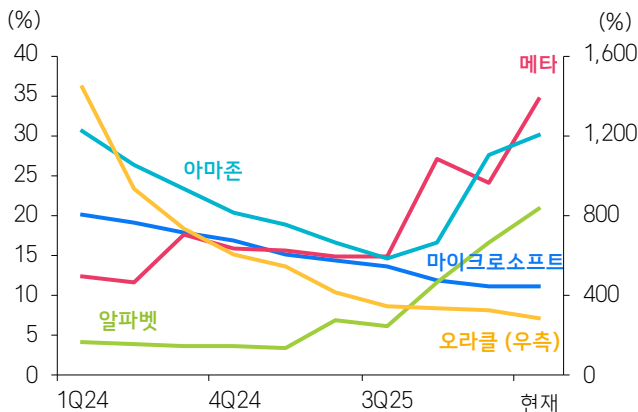
참고: * 마이크로소프트, 메타, 아마존, 알파벳, 오라클
 자료: Factset, 삼성증권

주요 하이퍼스케일러* 총 자산 대비 현금



참고: * 마이크로소프트, 메타, 아마존, 알파벳, 오라클
 자료: Factset, 삼성증권

주요 하이퍼스케일러* 차입 의존도



참고: * 마이크로소프트, 메타, 아마존, 알파벳, 오라클
 차입 의존도 = 회사채 / 자기 자본 × 100
 자료: Factset, 삼성증권

주요 하이퍼스케일러*의 유상증자 계획 및 현황

	현황	규모
알파벳	6.2일 확정	850억 달러
오라클	FY2027 계획	400억 달러(기준에 발표한 ATM 200억 달러 지분 프로그램 포함)
메타	수백억 달러 유상증자 검토 언론 보도 (메타는 부인)	-
아마존	-	-
마이크로소프트	-	-

참고: * 마이크로소프트, 메타, 아마존, 알파벳, 오라클
 자료: 기업 공시, 언론 보도, 삼성증권

대형 IPO와 주식시장 영향

시장 정점 우려는 과도

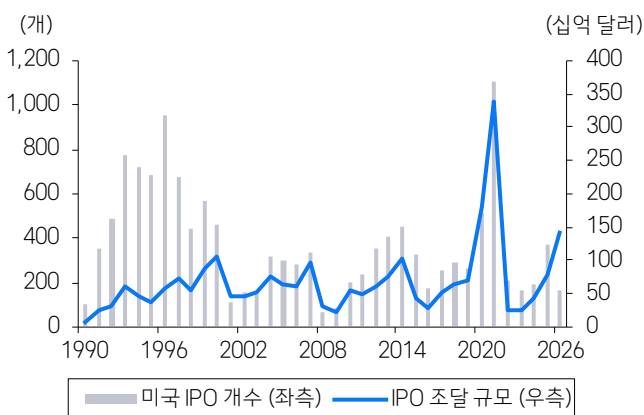
AI 기업들의 자금 조달 경쟁은 주식 공모시장으로도 확대되고 있다. 올해 하반기 스페이스X를 시작으로 오픈 AI, 앤스로픽 등 대표적인 비상장이었던 거물급 AI 기업들이 공모시장에 출현한다. 스페이스X와 오픈 AI, 앤스로픽의 합산 기업가치는 약 4조 달러가 넘고, 이들이 IPO를 통해 조달하는 자금은 무려 2,000억 달러에 이를 것으로 추정되고 있다. 지난 6월 12일 스페이스X가 상장 첫날 공모가 대비 19% 이상 상승하며 성공적으로 상장을 하였다. 이어 오픈AI와 앤스로픽 모두 서둘러 비공개 S-1 증권 신고서를 제출하는 등 상장 속도에 박차를 가하고 있다.

시장이 이들의 상장을 우려하는 이유는 과거 IPO가 집중되던 시기가 주식시장의 정점이었던 경험들이 존재하기 때문이다. 대표적으로 '90년대 후반 닷컴 버블과 '21년 유동성 과잉 국면이다. '90년대 후반 닷컴버블은 모두가 알다시피 IT 붐으로 인해 수많은 IT/통신 기업들이 미국 주식시장에 앞다퉈 상장하였고, '21년은 초저금리 환경과 전례 없는 재정 부스팅에 힘 입어 주식시장 강세와 역대 가장 많은 수의 IPO/SPAC 상장이 집중되던 시기였다. 이러한 IPO 증가는 주식시장의 또다른 버블을 만들었고 두 사례 모두 얼마 지나지 않아 버블이 붕괴되었다.

올해 스페이스X, 오픈 AI, 앤스로픽이 상장할 경우 미국 주식시장 전체 IPO 중 IT와 통신 섹터 신규 상장사들이 조달하는 자금이 차지하는 비중은 무려 80%에 육박하며 닷컴 버블을 넘어선다. 그러나 펀더멘털 없이 테마에 의지한 채, 무분별하게 상장이 이어졌던 과거 버블 국면과 현재 국면은 본질적으로 다르다. 앞선 두 사례 모두 통화정책의 긴축 전환이 버블 붕괴를 촉발/가속화하였음을 고려한다면, 이번 IPO가 곧 시장 고점의 촉매제가 될 수 있다는 우려는 다소 과도하다.

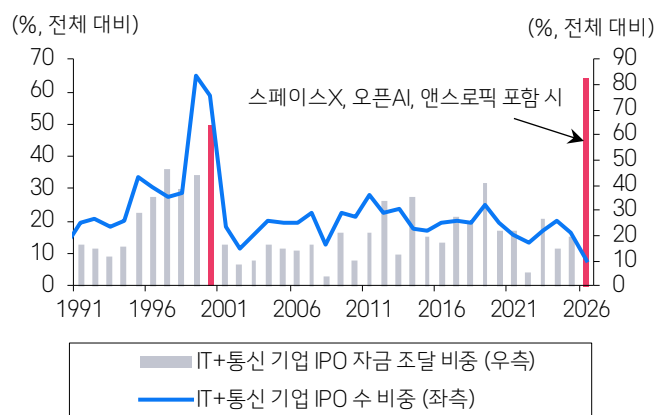
물론 개별 기업들의 밸류에이션이 고평가되어있는 것은 사실이다. 엔비디아를 제외한 주요 빅테크의 PSR은 한 자리 수인데 반해, 스페이스X는 134배, 오픈AI 40배, 앤스로픽은 21배가 넘는다. 모든 AI 기업들이 그러하듯 그동안 비상장 회사로서 프리미엄을 받던 이들 기업은 이제 다른 AI 기업들과 같이 성장과 수익 가시성을 증명해야 할 것이다.

미국 주식시장 IPO 추이



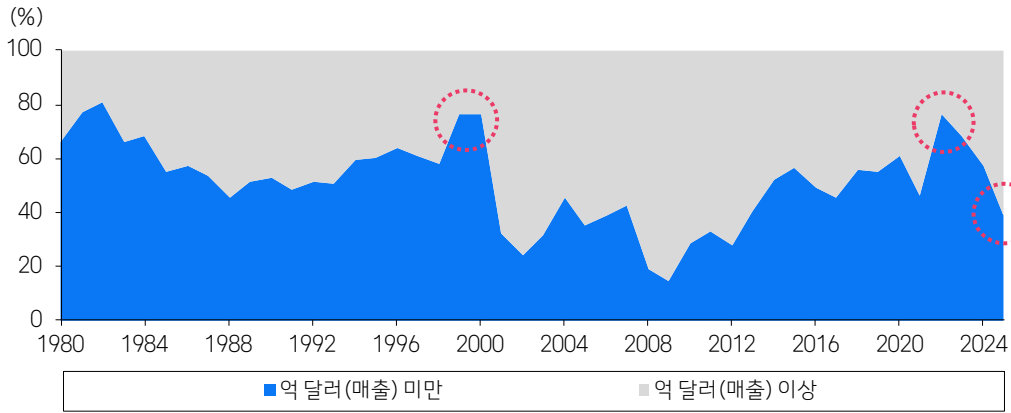
참고: 26년은 스페이스X 포함
자료: Bloomberg, 삼성증권

닷컴 버블 정점을 능가하는 자금 조달 수요



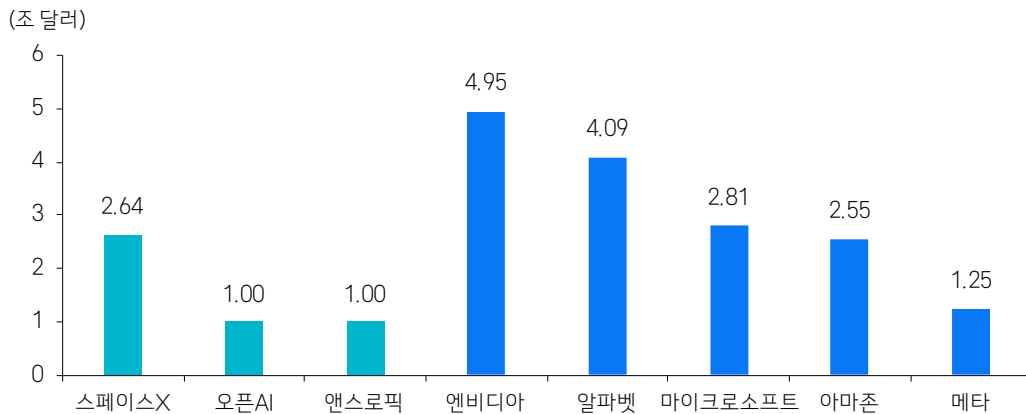
참고: 오픈AI, 앤스로픽은 시장 추정치,
자료: Bloomberg, 삼성증권

'90년대 후반과 '21년 신규 상장사 80%가 매출 1억 달러 미만



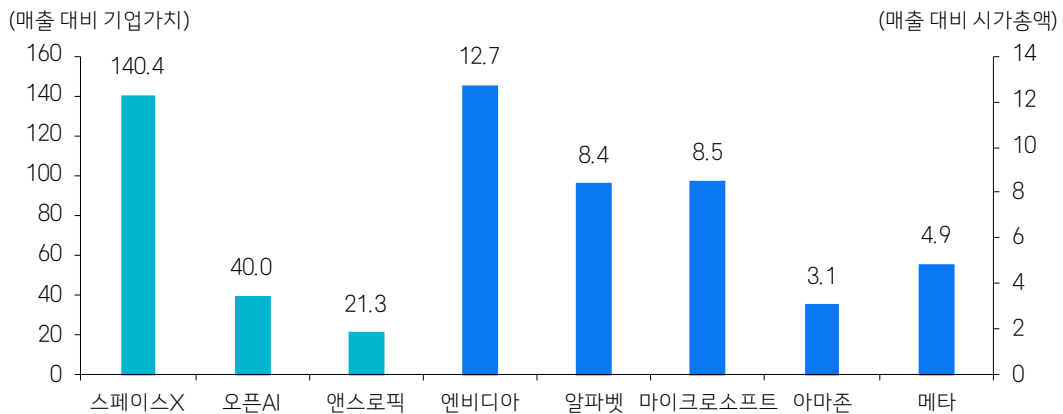
참고: 매출은 2024년 달러 기준 환산, LTM sales, 1980~2025년
자료: J.Ritter(site.warrington.ufl.edu), 삼성증권

주요 빅테크와 대형 IPO 기업가치(시가총액) 비교



참고: 오픈시와 앤스로픽은 시장 추정치
자료: Factset, 삼성증권

주요 빅테크 대비 대형 IPO 3사의 밸류에이션은 고평가



참고: 스페이스X, 오픈시, 앤스로픽 2026년 매출은 run-rate 기준
자료: 스페이스X, 앤스로픽, 주요 언론, Factset, 삼성증권

AI 기업 투자 지형의 변화

주식 투자 관점에서 오픈 AI와 앤스로픽이 상장함에 따라 AI 투자 지형이 달라지게 될 것이다. 오픈 AI와 앤스로픽은 Chat GPT, Claude로 대표되는 프론티어 AI 모델 개발사이자 독보적인 해자를 보유한 기업이다. 하지만 그동안 비상장사였기 때문에 시장은 이들 지분을 보유한 기업들(마이크로소프트, 아마존, 알파벳 등)을 매수함으로써 대응해왔다. 오픈 AI와 앤스로픽과의 협업은 빅테크의 주가 리레이팅의 또 다른 재료가 되기도 하였다.

그러나 이제는 오픈 AI와 앤스로픽이 상장함에 따라 AI pure play가 가능해졌다. 이에 따라 기존에 투자 대안으로서 프리미엄을 부여받던 빅테크의 지위가 약화될 수 있다. AI의 투자 계층도 더욱 정교화될 것이다. '23~24년까지만 해도 AI 하면 곧 M7이었다. 그러나 최근 2년 사이 전력, 메모리 반도체 등 AI 스토리는 빠르게 다각화되고 있다. 마찬가지로 오픈 AI와 앤스로픽의 등장은 AI 모델 기업간 경쟁이 본격 수면 위로 올라오며 따라 또다른 AI 투자 스토리를 만들어낼 것이다. 주요 프론티어 모델들은 매일 AI 모델 성능을 두고 경쟁하고 있고, 어느 새 오픈 AI와 앤스로픽의 견고했던 우위도 단언하기 어려워졌다. 이제부터는 AI 모델 성과와 이용자 수, 이로부터 창출되는 매출 등으로 시장 평가를 받게 될 것이다.

이러한 투자 계층의 분화는 밸류에이션 관점에서 접근할 수 있다. AI를 인프라 칩부터 최종 애플리케이션까지 풀 스택으로 통합해 여러 층에서 매출을 거두는 빅테크와 모델/소프트웨어 층에 매출이 집중된 순수 모델 개발사는 매출이 확장되는 구조 자체가 다르다. 이 차이는 장·단기 멀티플 프리미엄의 우위 구도를 변화시킬 수 있다. 단기적인 관점에서 매출 가시성이 화두인 현재 국면에서는 다른 사업에 희석되지 않고 AI 성장이 곧 매출로 이어지는 순수 AI 모델 기업들에 더 높은 프리미엄이 부여될 수 있다. 반면 장기적으로는 AI 모델 이용자 수 침투율/유료 전환율의 한계, 경쟁에 따른 점유율 침식 등 순수 AI 모델 기업이 극복해야 할 한계에 도달하게 되면, 이 국면에서는 오히려 빅테크의 수직 통합에 따른 비용 효율성과 매출 다변화에 따른 안정성이 프리미엄을 받는 구조로 변화할 수 있다.

한편, 리스크 요인으로는 오픈 AI와 앤스로픽의 상장으로 현재 AI 기업들을 둘러싼 순환 금융 구조의 위험이 부각될 수 있다는 것이다. 엔비디아가 오픈 AI에 출자하고 그 돈으로 오픈 AI가 엔비디아 칩 사고, 아마존·구글이 앤스로픽에 투자하고 앤스로픽이 그 돈으로 클라우드를 쓰는 구조가 대표적이다. 일부에서는 2026년 이러한 순환 거래의 총 규모가 8,000억 달러가 넘을 것으로 추산하기도 한다. 이와 같은 구조의 문제는 실제 수요가 기대에 미치지 못할 경우, 연쇄적으로 손실이 증폭될 수 있다는 것이다. 이는 빅테크의 AI 매출에 대한 재평가가 이루어질 수 있음을 의미한다. 그 동안에는 오픈 AI와 앤스로픽이 비상장이었기 때문에 검증하기 어려웠지만, 향후에는 재무 정보가 공개됨에 따라 빅테크가 인식한 AI 매출 가운데 순환 구조에 의한 매출이 얼마큼인지 확인할 수 있게 될 것이다.

IPO 대형 3사 상장과 지수 편입에 대한 수급 영향: 오해와 진실

대형 IPO 상장에 따른 주식시장 수급 영향이 발생하는 시기는 크게 2가지로 구분할 수 있다. 첫째, 상장 전과 둘째, 대형 지수 편입 시기이다. 먼저, 상장 전 청약에 위한 대기 자금 증가로 주식시장의 단기 하방 압력이 잠재되어 있다. 이번 3개 IPO 각각의 자금 조달 규모는 과거 역대 최고 기록의 2~3배에 달하는 만큼 기존 IPO 보다 더 많은 시장 유동성을 흡수하게 된다. 이때 기관 투자자 대비 자금 조달 방법이 한정적인 개인 투자자들의 경우, 자금 마련을 위해 기존 보유 종목, 피어 그룹 등을 매도할 압력이 내재되어 있다. 물론 이번 스페이스X 상장에서도 확인하였듯, 현재 미국 주식시장의 유동성은 스페이스X를 충분히 소화할 만큼 풍부하다. 또한 상장 후 청약에 참여하지 못한 대기 자금이 다시 주식시장으로 복귀함에 따라 시장 유동성은 빠르게 회복될 수 있다.

둘째, 상장 이후 두 번째 수급 변동성이 발생하는 시기는 주요 대형 지수에 편입될 때이다. 지수에 편입이 되면 지수를 추종하는 패시브 자금은 시총 비중만큼 해당 종목을 매수해야 하고, 반대로 동시에 다른 종목들의 비중은 안분해서 줄어드는 구조이다. 시총 비중이 크면 클수록 매수해야 하는 규모가 증가하고, 이외 종목에 수급이 미치는 영향도 커지게 된다. 스페이스X는 상장 2거래일 만에 시총 2.5조 달러를 기록하며 아마존(2.7조 달러)을 위협하고 있고, 오픈 AI와 앤스로픽 또한 약 1조 달러의 기업가치를 목표로 하고 있어 상장 직후 주요 지수 시총의 10위권 수준이 된다.

하반기 예정된 대형 IPO주를 조기 편입시키기 위해 주요 지수들이 경쟁적으로 요건을 변경한 결과, 스페이스X, 오픈 AI, 앤스로픽 모두 상장 직후 단 기간에 나스닥 100(15거래일 이후)과 FTSE Russell 1000(5거래일 이후)에 조기 편입하는 것이 가능해졌다. 추종 패시브 자금이 가장 큰 S&P 500(24년말 기준 9조 달러)도 지수 편입 요건 변경을 고려했지만, 결국 요건을 낮추지 않기로 결정했다. 이에 따라 최소 1년 이상이 소요될 것이다. 나스닥 100과 FTSE Russell 1000 지수 편입에 따른 수급 영향¹을 점검해 보았다.

시장의 우려와 달리 나스닥 100과 Russell1000 지수 편입에 따른 초기 패시브 자금의 수급 영향은 주식 시장에 큰 부담을 주지 않을 것이다. 기본적으로 편입 직후 시총이 100% 반영되는 게 아니라 초기 유동 주식 비율과 향후 락업 해제에 따라 단계적으로 시총 비중이 증가하는 구조인데, 스페이스X를 비롯한 오픈 AI, 앤스로픽 모두 초기 유동주식 비율이 크지 않을 전망이다. 스페이스X를 예로 들면, 초기 유동주식 비율은 약 4.3%로 이를 기준으로 추산한 나스닥 100 지수 편입 시 스페이스X의 유동 시총은 약 3,200억 달러(6.15일 기준), 시총 20위 수준이다. 이에 따른 나스닥 100 추종 패시브 자금의 리밸런싱 규모는 약 60억 달러, 러셀 1000 편입에 따른 유동 시총은 1,000억 달러(시총 108위)/리밸런싱 규모는 약 20~30억 달러로 추정된다. 이에 따라 6월 말~7월 초 두 지수 편입에 따른 단기 수급 변화는 80~100억 달러 수준이 될 것으로 보여, 시장과 시총 상위 종목에 미치는 부정적인 영향은 우려 보다 미미할 것이다.

장기적인 영향은 주요 지수의 시총 상위 종목이 교체된다는 것이다. 스페이스X가 기업가치를 100% 지수에 반영되는 시점은 락업이 상당 수 해제되는 약 5~6개월 뒤이다. 이때 발생하는 패시브 자금들의 매수 규모는 나스닥 100과 러셀 1000을 합쳐 총 900억 달러가 될 것으로 보인다. 편입 초기 보다 약 10배 증가한 규모이지만 시장이 충분히 소화할 수 있을 것으로 생각한다. 락업이 일시에 해제됨에 따라 발생하는 수급이 아닌 단계별 락업 해제에 따라 누적으로 수급 변동이 발생하기 때문이다.

¹ 자세한 수급 추정은 '26.06.04 (박준규/박혜란) SpaceX, 우주가 상장된다' 리포트 참고

Chapter 2. 주식시장 전망과 투자전략

S&P 500 지수 밴드: 7,200 ~ 8,150pt

기업 이익이 핵심 동력

올해 하반기 S&P 500 지수 밴드는 7,200~8,150pt로 전망한다. 올해 하반기 증시 상승은 이익 성장만큼의 상승 여력을 기대할 수 있다. 경험적으로 주식시장이 상승장 후반으로 갈수록 P/E 멀티플 보다는 이익의 역할이 매우 중요하다. 올해 하반기는 견고한 경기와 금리 인하 기대 후퇴로 인해 시장금리의 하방 압력이 제한적이다. 이에 따라 멀티플 확장을 기대하기 어렵다. 따라서 그만큼 이익 성장에 대한 의존도가 높아지는데, 다행히 하반기에도 이익 성장 전망은 밝다.

올해 S&P 500 EPS 성장률은 전년 대비 +24.5% 상승하고, 12m fwd EPS 기준 연말까지 +8.2% 증가할 전망이다. 올해 이익을 주도하는 업종은 단연 IT이다. 전년 대비 +48.7% 증가하고, 전체 이익 성장의 절반(+12.5%pt)을 견인한다. 다음으로는 에너지(yoy 증가율 +70.4%, 이익 기여도 +2.8%pt) 업종이다. 당초 에너지 업종은 지난 3년의 부진을 지나 '26년에 들어서 전년과 비슷한 수준으로 회복될 것으로 예상되었지만, 이란 전쟁으로 인한 유가 상승의 수혜로 이익 전망이 대폭 상향 조정되었다.

현재 증시의 AI 쏠림 현상을 단순히 과열로만 보기에는 구조적인 변화를 과소평가하고 있다고 생각한다. 첫째, IT 업종의 이익 지배력이 크게 확대되었다. 올해 IT 업종의 순이익 비중은 S&P 500 전체 이익의 31%를 차지한다. '20년 21% 수준이었던 이익 비중은 불과 5년 사이 10%pt가 증가했고, '27년에는 35%까지 더욱 증가할 전망이다. 여기에 알파벳, 메타가 속해 있는 커뮤니케이션까지 더한다면 '27년 이 두 업종의 이익 지배력은 무려 45%에 달하게 된다. 이익 증가 기여도로 보면 IT의 역할은 더욱 증가한다.

당초 '25년을 기점으로 이익 지배력이 정체되고 IT 외 업종 이익 회복세가 강해질 것으로 보았던 것과 달리, 올해 들어 IT 업종 이익은 AI 인프라의 물리적 공급 제약에 따른 초과수요로 인해 폭발적으로 증가하고 있다. 연말까지 AI 칩 관련 주요 병목이 빠르게 해소되기 어렵다는 점을 감안하면 이익 전망의 추가 개선 가능성은 여전히 열려있다.

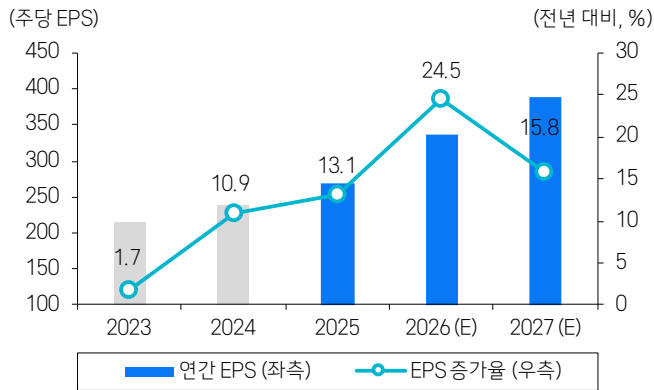
또한 AI 성장에 따른 이익 저변이 확대되고 있는 점도 구조적으로 긍정적인 변화이다. '23~'24년 초기 AI 수혜가 M6으로 대표되는 소수의 기업 이익에 국한되었다면, 이제는 IT 서플라이 체인 기업들은 물론 AI 데이터센터 수요 확대에 따라 전기 설비, 냉각 기기, 광통신/네트워크 등 관련 밸류체인들의 매출도 함께 증가하고 있다. 지난 1분기 실적에서 데이터센터 관련 기업들의 매출은 역대 최고 수준을 기록했으며 이익 성장의 지속성 또한 기대가 되는 구면이다.

S&P 500 지수 밴드 추정 근거

		12m fwd P/E (배)								
		10년 평균		현재	연말 타겟	1SD	2SD			
		18	19.5	20	20.5	21	21.5	23	24	
12m fwd EPS	현재	360	6,480	7,020	7,200	7,380	7,560	7,740	8,280	8,640
		365	6,570	7,118	7,300	7,483	7,665	7,848	8,395	8,760
		370	6,660	7,215	7,400	7,585	7,770	7,955	8,510	8,880
		375	6,750	7,313	7,500	7,688	7,875	8,063	8,625	9,000
		380	6,840	7,410	7,600	7,790	7,980	8,170	8,740	9,120
		385	6,930	7,508	7,700	7,893	8,085	8,278	8,855	9,240
	연말 타겟	390	7,020	7,605	7,800	7,995	8,190	8,385	8,970	9,360

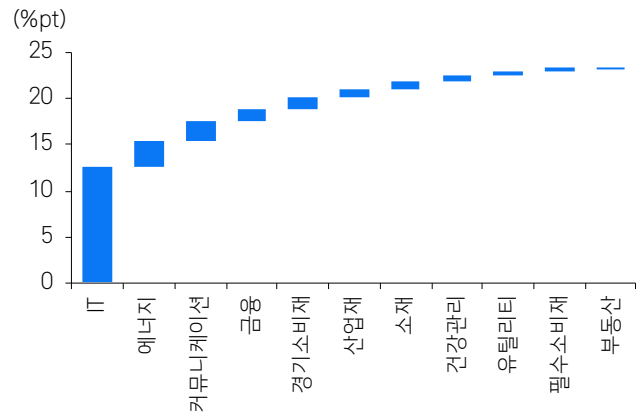
자료: Factset, 삼성증권

S&P 500 연간 이익 증가율 전망



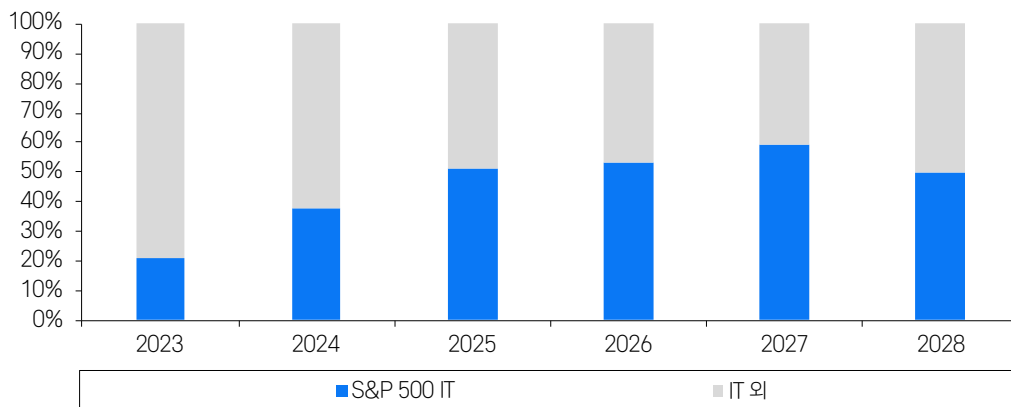
참고: EPS 기준
자료: Factset, 삼성증권

2026년 S&P 500 업종별 이익 증가 기여도



참고: Netincome 기준
자료: Factset, 삼성증권

S&P 500 이익 성장의 IT 기여도는 '27년까지 구조적으로 증가



참고: Netincome 기준, 연간 이익 증가율 기여도를 백분율로 표시
자료: Factset, 삼성증권

S&P 500 업종/산업별 이익 성장률 전망

구분 (전년 대비, %)	2024	2025	2026				
				1Q	2Q	3Q	4Q
S&P 500	11.0	13.1	24.5	27.9	21.2	25.5	22.6
에너지	-22.2	-9.8	67.8	1.3	119.4	82.0	74.2
소재	-11.8	4.4	40.5	39.3	35.7	39.7	44.3
화학	-11.8	-6.9	41.6	20.1	43.5	39.5	58.3
건자재	-5.8	1.7	10.5	-29.9	-0.4	10.4	14.4
금속	-10.2	39.8	59.1	143.5	48.7	52.0	33.3
산업재	1.0	14.0	12.8	20.8	9.4	15.1	0.0
방산/우주	-32.4	111.1	12.7	19.5	32.0	163.5	-34.0
건축 제품	1.5	2.4	10.0	4.0	0.8	17.3	23.4
건설	33.3	18.9	30.4	36.5	24.5	23.4	17.8
전기 장비	2.1	42.2	29.8	129.9	14.0	27.3	-18.2
기계	-1.2	-7.9	14.8	10.4	11.8	18.6	22.3
항공물류	-0.3	-3.5	39.3	-4.0	12.0	18.2	23.4
경기소비재	18.2	3.3	14.4	35.2	1.1	1.5	16.2
자동차	-4.7	-31.2	26.6	59.5	1.3	-7.0	31.6
의류/럭셔리	-1.0	-11.6	1.5	-13.4	-10.9	2.4	10.5
호텔/레스토랑/레저	10.5	11.2	9.4	15.7	4.4	11.4	10.6
Broadline retail*	84.7	29.0	24.3	72.8	8.6	0.2	24.0
필수소비재	1.7	-0.9	6.5	5.5	3.0	6.7	7.7
건강관리	5.2	13.6	3.4	-2.6	-8.6	9.8	15.6
종합 의료관리 서비스	-0.1	-12.6	8.1	7.4	11.0	5.0	7.0
제약	23.8	33.2	2.3	-20.8	7.3	6.8	15.6
금융	20.6	14.0	10.0	21.7	6.1	2.8	9.5
은행	16.4	15.1	15.9	19.9	12.4	11.2	22.2
증권/자본시장	31.3	13.8	13.6	20.1	12.2	7.9	11.3
보험	21.2	20.0	2.3	44.2	-4.3	-14.9	-7.3
IT	20.1	27.3	48.7	53.6	58.1	52.5	41.8
전자기기/장비/부품	5.9	23.0	27.5	29.3	20.5	19.6	19.3
반도체	44.2	52.4	93.2	107.4	119.1	104.5	88.7
소프트웨어	13.5	19.0	17.9	20.5	15.4	13.2	9.3
H/W 기기	13.3	15.0	32.1	41.7	44.7	33.3	19.2
커뮤니케이션	25.5	17.3	27.1	49.3	6.6	50.2	10.3
엔터테인먼트	-22.8	174.7	10.3	-6.1	-14.1	52.2	29.4
인터랙티브 미디어&서비스**	45.8	20.1	33.9	73.7	14.2	41.3	7.3
유틸리티	10.6	5.7	11.2	13.2	12.0	6.2	15.7
부동산	1.5	1.1	6.8	3.5	4.8	4.2	8.1

참고: * 아마존 포함(Factset 분류); ** 알파벳, 메타 포함(Factset 분류)

자료: Factset, 삼성증권

투자 전략

AI로 돈을 버는 기업에 집중하자

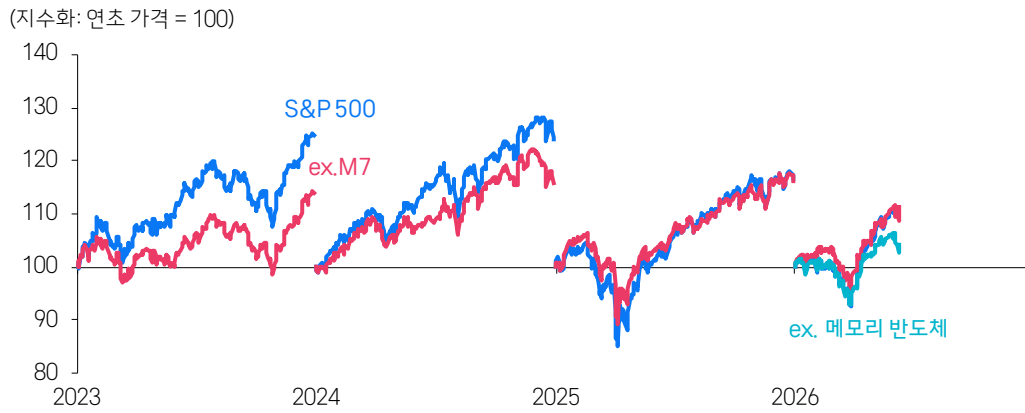
AI의 주식시장 리더십은 지속될 것이다. 문제는 어떤 테마가 주도권을 가져갈 것인가에 대한 고민이다. AI 생태계가 발전함에 따라 AI 투자 스토리 또한 다양하게 분화하고 있다. 시장이 AI로 돈을 효과적으로 버는지에 주목하기 시작하면서 단순히 M7이 주도하는 AI 사이클은 종료되지 오래다. 누가 실제로 AI로 돈을 버는가? 이 질문에 대한 답은 2가지로 접근할 수 있다.

첫 번째, AI 인프라 즉 데이터센터 빌드아웃이 확대됨에 따라 반도체칩·설비·전력 부품 등의 수요가 증가하고, 공급이 곧 매출로 전환되는 구조이다. 두 번째는 AI를 활용함으로써 비용을 효율화하고 수익성을 개선하는 것이다. 빅테크가 판매하는 엔터프라이즈 AI 솔루션이 대표적인 예시이다. AI 투자와 발전의 결과가 궁극적으로 나아가야 하는 방향은 두 번째이다. 하지만 아직은 AI를 통한 비용 효율화를 유의미하게 확인하기에는 초기 단계이다. 결국 현재 국면에서는 첫 번째에 집중하는 전략이 옳다.

그런 관점에서 메모리 반도체의 리더십은 지속될 것으로 전망한다. 하반기에도 하이퍼스케일러들의 CAPEX 투자는 증가하고, 메모리 반도체의 공급 제약은 쉽게 해소되지 않을 것이다. 앞서 IT 업종이 올해 이익 증가의 절반을 견인한다고 언급한 바 있다. 이중 엔비디아를 제외한 반도체 기업들의 기여가 약 39%, 샌디스크, 씨게이트 테크놀로지, 웨스턴 디지털과 같은 저장장치 기업들까지 포함한다면 53%이다. 다시 말해, S&P 500 전체 이익 상승의 25%가 메모리 반도체/저장장치에서 나오는 것을 의미한다. 물론 모멘텀 관점에서 보면 상반기 보다 하반기 강도가 다소 완만해질 만한 요인은 있다. 메모리 반도체 기업들의 이익 증가율이 2분기를 정점으로 감속하기 때문이다. 하지만 적어도 올해까지 그 속도는 매우 완만하고 절대 수준으로 보면 여전히 전년 대비 90~100%의 높은 증가율이다.

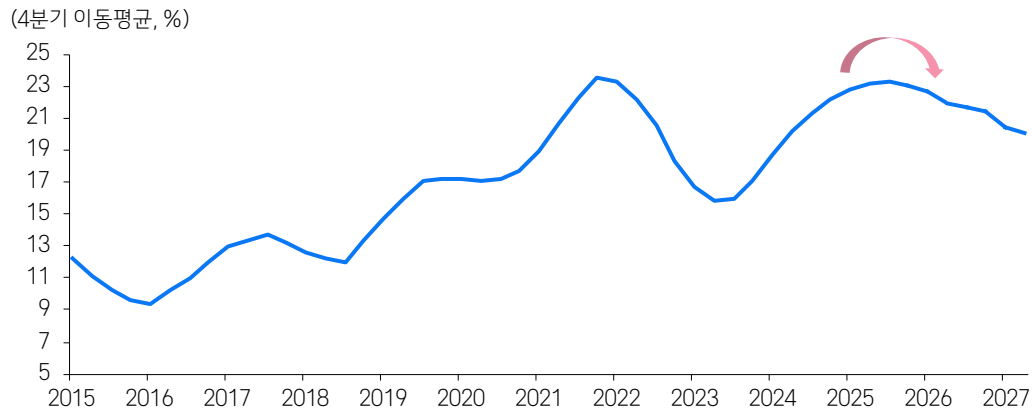
코어를 메모리 반도체로 두되, 병목이 매출로 이어지는 동일한 구조에서 투자 영역을 확장할 수 있다. 사실 데이터센터 확대의 병목은 칩뿐만 아니라 밸류체인 대부분에서 발생하고 있는데, 그 중에서도 특히 칩 다음으로 꼽히는 것이 바로 '전력'이다. 올해 1분기 산업재 기업들의 실적은 큰 서프라이즈를 기록했다. 전력 공급에 필요한 밸류체인 전반(전력 관리 장비, 냉각 시스템, 변압기, 가스 터빈 등)에서 데이터센터 인프라 수요 확대로 역대 최고 실적을 기록했기 때문이다. 이러한 실적 서프라이즈는 일회성에 그치지 않고, 구조적인 성장 국면에 들어감에 따라 지속될 것으로 생각한다.

AI 리더십 교체는 진행 중



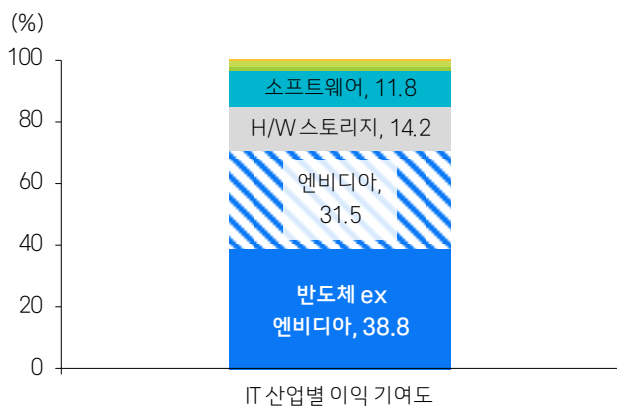
자료: Factset, 삼성증권

주요 하이퍼스케일러*의 ROIC는 둔화



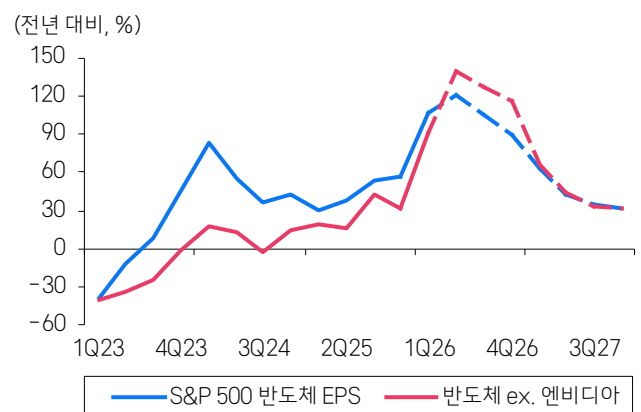
참고: * 마이크로소프트, 메타, 아마존, 알파벳, 오라클, 점선은 추정치
자료: Factset, 삼성증권

IT 산업별 '26년 이익기여도



참고: Net income 기준
자료: Factset, 삼성증권

반도체 ex. 엔비디아 기업들의 이익 증가율은 엔비디아를 상회



참고: Net income 기준
자료: Factset, 삼성증권

Chapter 3. 이슈

2026년 미국 중간선거와 주식시장 시사점

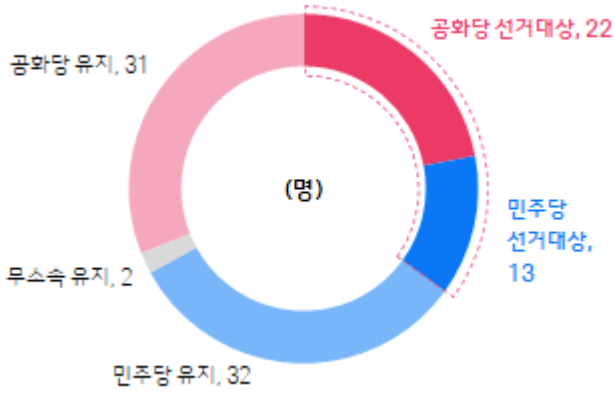
미국 중간선거는 매 짝수 해 11월 첫째 주 화요일에 실시한다. 올해는 11월 3일 선거가 예정되어 있다. 이번 선거에서 ① 연방 상원 1/3과 하원의원 전체, ② 36개주 주지사과 31개주 부지사, ③ 26개주 국무장관, 30개주 법무장관 등을 선출한다.

상원 의원은 총 100명으로, 50개주 별로 각 2명씩 동등하게 배분되어 있다. 임기가 6년인 상원의원은 2년마다 임기가 끝나는 의원 1/3씩 돌아가며 선거를 치른다. '26년 선거에서는 전체 100명 중 35명(공화당 22, 민주당 13명)이 대상이다. 원래는 33명(공화당 20명, 민주당 13명)이 정식 선거 대상인데, 오하이오주 상원의원이었던 J.D 밴스가 부통령으로, 플로리다주 상원의원이었던 마르코 루비오가 국무장관으로 임명되면서 2개 공석에 대한 특별 선거가 추가로 치러지게 된다.

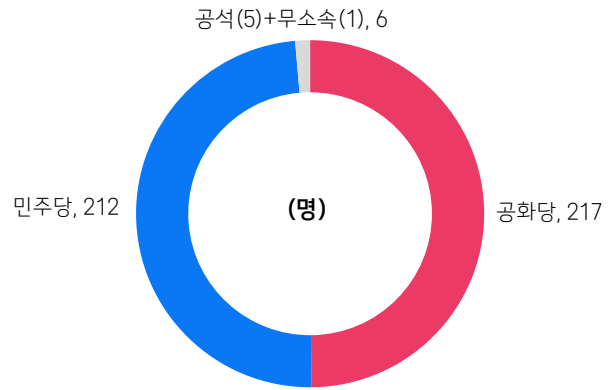
하원은 총 435명으로, 임기가 6년인 상원의원과 달리 임기가 2년으로 매 중간선거마다 의원 435명 전체가 선거 대상이다. 하원의석 수는 주별 인구 수에 비례하여 배분하는 것이 원칙이다. 따라서 인구가 많으면 많을수록 의석 수를 많이 배정받는 구조이고, 주별로 최소 1석에서 최대 52석까지 배정된다. 주별 인구수는 10년 단위로 실시되는 인구 총 조사 결과는 토대로 하며 이번에는 지난 '20년 인구 총 조사 결과를 따르게 된다.

중간선거에 앞서 3월부터 9월까지 각 주별로 의원 후보를 뽑는 예비 선거를 실시한다. 대부분 5~6월에 경합이 집중되어 있다. 상하원 후보 예비 선거 방식은 ① 등록된 당원만 해당 정당 후보 투표에 참여할 수 있는 폐쇄형 프라이머리(primary)와 ② 등록된 정당 없이도 어느 쪽이든 투표가 가능한 오픈 프라이머리로 진행된다. 일부 주는 중간선거 이후까지도 경선이 지속되기도 하는데, 최다 득표자를 후보자로 결정하는 대부분의 주와 달리 일부 주(조지아, 루이지애나, 오클라호마 등)는 과반 득표에 실패할 경우, 상위 2명을 대상으로 결선 투표를 추가로 진행한다.

상원 정당별 의석 구성과 '26년 상원 선거 대상



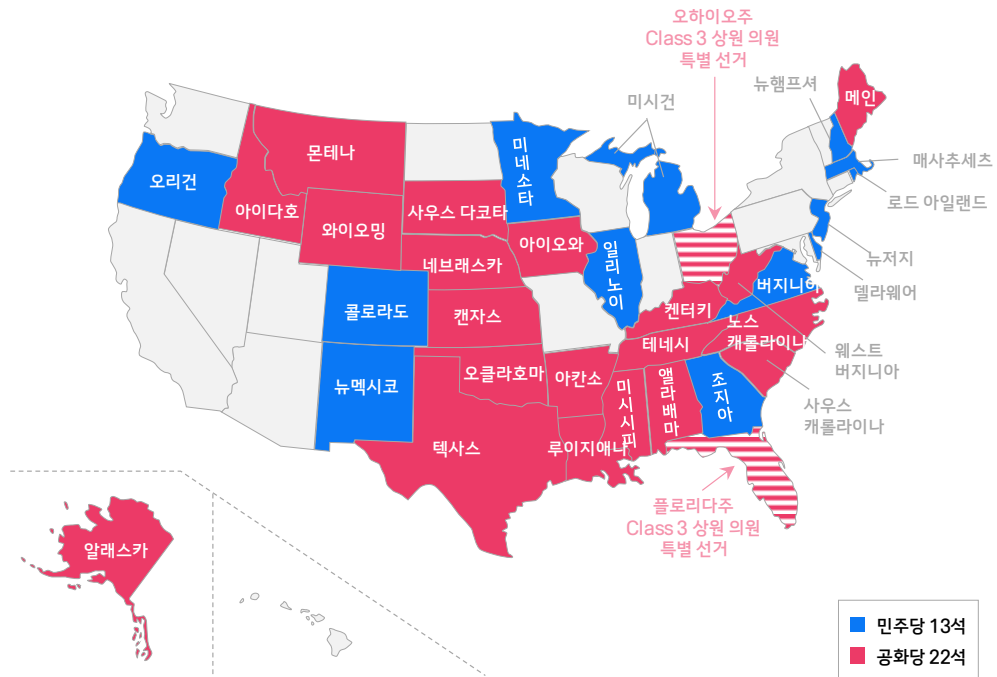
하원 정당별 의석 구성 현황('26년 하원 선거 대상은 전원)



참고: 정규 선거 대상은 33명 + 특별 선거 2명 = 총 35명
자료: U.S. Senate, 삼성증권

자료: House.gov, 삼성증권

'26년 상원의원 선거 대상 州



참고: 오하이오주-J.D 밴스(부통령), 플로리다주- 마르코 루비오(국무장관) 임명에 따른 2자리 공석 발생에 따라 특별선거 포함 (정규 선거 대상은 33명)
자료: 삼성증권

주별 하원 의석수

주	하원 의석 수	주	하원 의석 수
앨라배마	7	몬태나	2
알래스카	1	네브래스카	3
애리조나	9	네바다	4
아칸소	4	뉴햄프셔	2
캘리포니아	52	뉴저지	12
콜로라도	8	뉴멕시코	3
코네티컷	5	뉴욕	26
델라웨어	1	노스캐롤라이나	14
플로리다	28	노스다코타	1
조지아	14	오하이오	15
하와이	2	오클라호마	5
아이다호	2	오리건	6
일리노이	17	펜실베이니아	17
인디애나	9	로드아일랜드	2
아이오와	4	사우스캐롤라이나	7
캔자스	4	사우스다코타	1
켄터키	6	테네시	9
루이지애나	6	텍사스	38
메인	2	유타	4
메릴랜드	8	버монт	1
메사추세츠	9	버지니아	11
미시건	13	워싱턴	10
미네소타	8	웨스트버지니아	2
미시시피	4	위스콘신	8
미주리	8	와이오밍	1

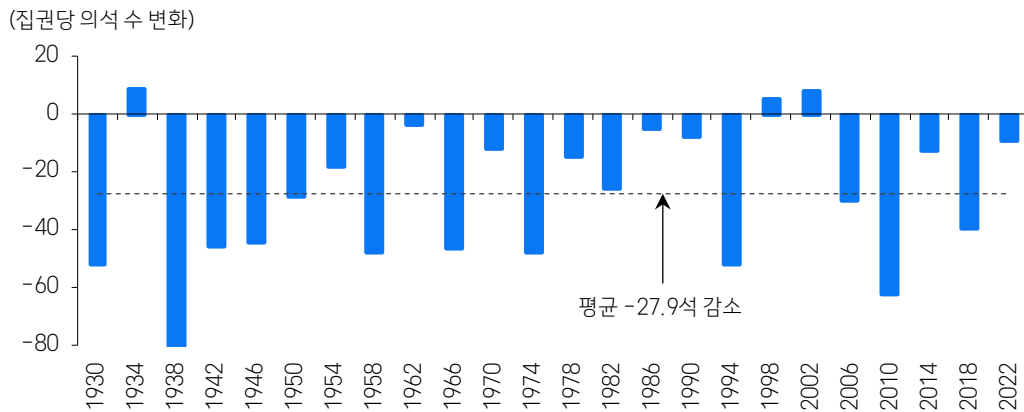
참고: 2020년 인구 총 조사 기준, 2021~2030년까지 주별 의석 수 고정
자료: U.S. Census Bureau, 삼성증권

역대 집권당은 중간선거에서 패배

중간선거는 집권당과 야당 모두에게 중요하다. 정책과 입법 주도권을 의회가 갖기 때문이다. 그러나 미국의 중간선거 역사를 보면, 현직 대통령이 소속된 정당은 높은 확률로 의회 의석을 잃었다. 2년간의 국정 운영 능력을 평가하는 심판대로 작용하기 때문이다. 이러한 경향성은 '45년 이후 더욱 도드라졌다. 총 20번의 사례 중 의회를 장악한 대통령이 중간선거에서 이겼던 사례는 단 5번에 불과하다. 2000년대에 들어서 '01년 9·11 테러로 민심이 결집했던 조지 W.부시를 제외하면 전무하다.

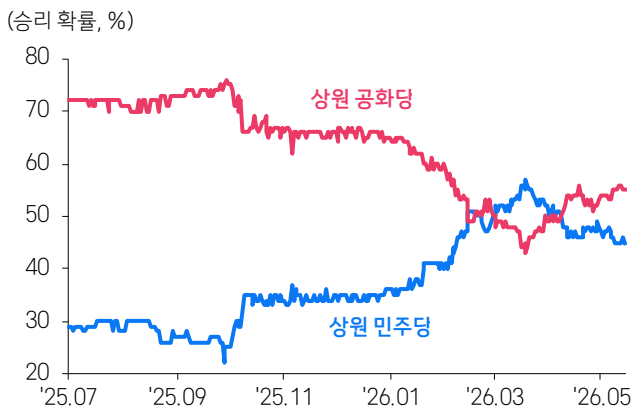
트럼프 자신도 지난 1기 중간선거에서 패배했던 경험이 있기 때문에 이번 선거에서는 지지 않으려는 의지가 강하다. 특히 올해 트럼프 대통령이 무리하게 감행한 이란 전쟁으로 정치적 입지가 좁아지고 있다. 일찌감치 여론조사는 민주당의 하원 승리를 굳히고 있고, 심지어 하원뿐만 아니라 상원마저도 민주당이 승리할 수 있다는 예측이 강화되고 있다. 민주당이 상원 과반수를 확보하기 위해선 3개 주를 추가로 확보해야 하는 반면, 공화당은 2개 이상의 주를 잃어서는 안된다. 만일 하원에 이어 상원마저도 민주당이 승리한다면 트럼프의 뜻을 관철시킬 큰 동력을 잃게 되며 트럼프의 뜻을 저지할 힘이 강해지게 된다.

중간선거 결과, 집권당은 대부분 하원 의석을 잃었음



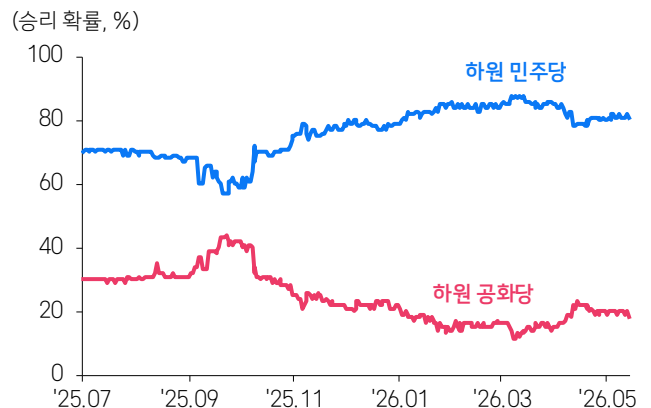
자료: House.gov, 삼성증권

2026년 중간선거 상원 승리* 확률



참고: * 과반 이상 의석 수 확보
자료: Bloomberg, Polymarket, 삼성증권

2026년 중간선거 하원 승리* 확률



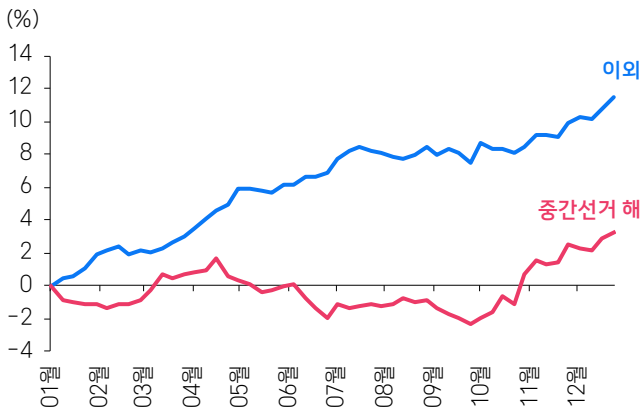
참고: * 과반 이상 의석 수 확보
자료: Bloomberg, Polymarket, 삼성증권

역대 중간선거와 주식시장

역사적으로 중간선거가 있는 해의 주식시장 성과는 그렇지 않은 해에 비해 부진했고, 변동성은 높았다. 정치 불확실성 때문이다. 특히 선거 레이스가 본격화되는 약 3개월 전부터 주식시장의 변동성은 더욱 높아졌다가 선거 이후에는 불확실성 해소로 주가는 연말까지 상승했다. 기본적으로 주식시장은 불확실성을 싫어한다. 때문에 정책 일관성과 추진력이 높아지는 통합 정부를 분점 정부보다 선호하는 게 일반적이다.

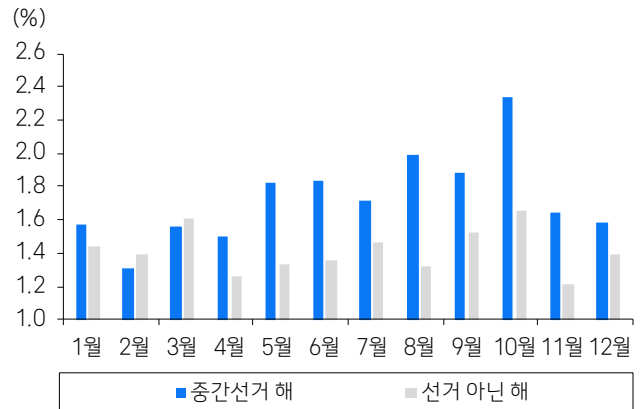
실제로 중간선거 이후 의회 형태별(통합 vs. 분점) 입법 수는 확연히 달라진다. 현재 전망대로라면 분점 정부가 구성될 가능성이 높고, 하원뿐만 아니라 상원마저도 민주당이 이길 가능성을 배제하기 어렵다. 이란 전쟁이 어느 정도 마무리된 가운데, 3분기 중 중간선거를 겨냥한 정책을 가동하려는 시도가 나올 수 있다. 대표적으로 트럼프가 공약했던 관세 세수를 통한 현금 배당 등의 정책이다. 실현 가능성은 높지 않다고 생각하지만, 만일 정책을 발표한다 하더라도 주식시장이 이를 긍정적으로 프라이싱할 지는 미지수이다. 금리 부담 때문이다. 경기와 물가가 금리 상승을 자극하고 통화정책마저 인하 가능성이 크게 후퇴한 상황에서 재정 적자 우려까지 가중된다면 텀 프리미엄 상승으로 금리 변동성은 더욱 커지고 주식시장의 금리 민감도는 다시 상승할 수 있다. 3분기 주식시장 변동성에 주의가 필요하다.

중간선거 3개월 전 증시(S&P 500) 흐름은 부진



참고: 1945년 이후
자료: Bloomberg, 삼성증권

변동성 또한 확대



참고: 1945년 이후, 일간 수익률을 월간 표준편차로 변동성을 측정
자료: Bloomberg, 삼성증권

Chapter

02

중국 전망

1. 매크로 전망
2. 이슈
3. 주식시장 전망

Chapter 1. 매크로 전망 경제진단 및 전망

중국 경제, '26년 4.7%, '27년 4.6% 성장할 전망

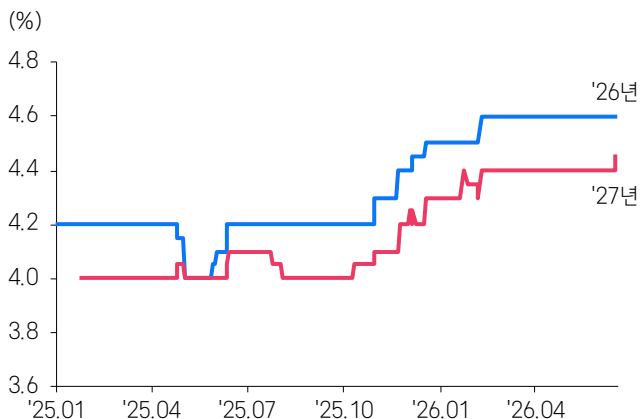
중국 경제, 수출이 성장을 견인; 내수는 주택시장 침체와 산업 공급 과잉으로 부진

중국 경제는 주택시장 부진의 영향력이 점차 감소하는 상황에서, 수출이 성장을 견인하면서 4% 중반의 성장세를 지속할 전망이다. 실제로 '21년 이후 중국의 주택완공 면적은 5년 내내 감소한 반면, 성장률은 연평균 4.5% 내외를 지속했다. 그에 따라 '21년 주택건설이 중국 GDP에서 차지하는 비중은 10%에 달했으나, '25년에는 절반 수준인 5% 수준까지 낮아진 것으로 추정된다. 반면, 순수출의 성장기여도는 '25년 1.6%pts, '26년 1Q에도 0.8%pts를 기록했다.

당사는 '27년까지 중국 경제는 내수보다는 수출이 성장을 견인하는 국면이 지속될 것으로 생각한다. 우선 중국 주택시장은 여전히 하강국면에 있다. 물론 '26년 들어 1선 도시를 중심으로 주택거래가 증가하고, 가격도 상승하면서 중국 주택시장에 대한 낙관론도 감지된다. 그렇지만 당사는 주택시장 회복은 1선 도시에만 해당되는 현상으로 생각한다. 지난 4년간 누적으로 명목 성장률은 19.3%에 달했고, 1선 도시 주택시장의 문제는 공급 과잉이 아닌 소득 대비 높은 주택가격이었기 때문이다. 반면, 중국 주택시장 문제의 근원인 2선 이하 도시의 공급 과잉이 전혀 해소되지 않아, 해당 지역의 주택거래는 '25년 수준을 하회하고 주택가격도 하락세를 지속하고 있다. 이러한 주택시장 부진의 장기화는 가계의 부채조정을 통해 소비에 부정적인 영향을 미치고, 지방정부의 재정 여력을 축소시켜 중국 내수의 부진을 장기화하고 있다.

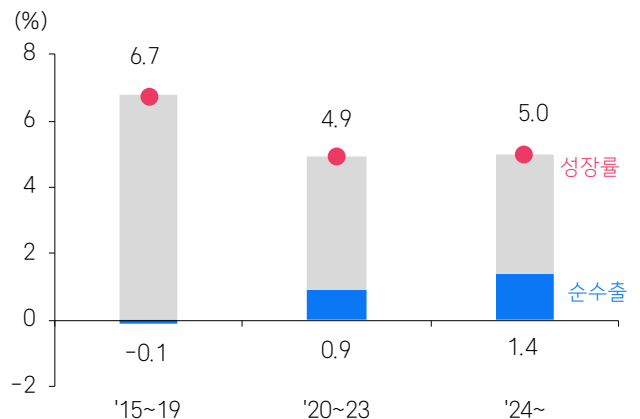
반면, 중국 수출은 '26년 15%, '27년에도 10% 내외 증가할 전망이다. 당사는 중국의 양호한 수출은 1) 수출 경쟁력의 제고 지속, 2) 지역별 다변화, 3) 중간재 수출의 확대, 4) 미국과의 무역마찰 완화 등에서 비롯된다고 생각한다. 무엇보다 장기간 지속된 디플레이션은 중국의 가격 경쟁력을 높이고, 기업 측면에서는 경쟁 심화를 피해 해외로 진출하는 계기가 되었다. 관건은 수출 증가가 중국 경제 전반으로 파급되는지 여부이다. '25년 기준 중국의 GDP에서 대외수요가 차지하는 비중은 16% 내외, 제조업은 26% 내외로 추정된다. 또한, '26년 들어 중국의 수출을 견인하는 산업은 자동차(EV 포함), 반도체 등 일부 품목에 국한된다. 특히, '26년 반도체 수출 증가에서 중국에 위치한 한국 반도체 기업의 기여도가 대부분으로 추정된다. 결론적으로 중국 경제는 수출만으로 성장하기에는 이미 규모가 커진 상태이다.

금융시장의 '26~'27년 중국 성장률 전망 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

중국 성장에서 순수출의 성장기여도



자료: 중국 국가통계국, 삼성증권

중국 경제 여전히 Deflation 압력 높아

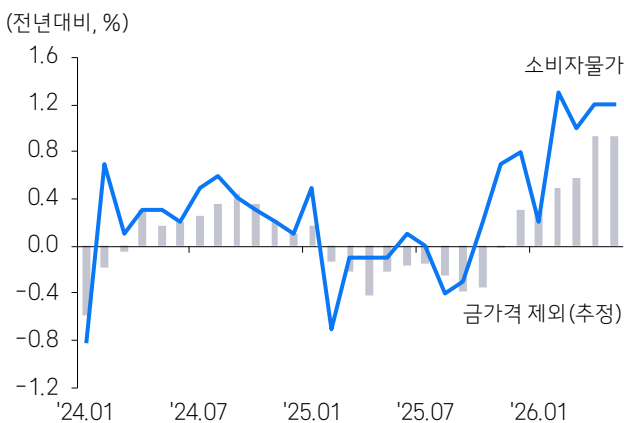
'26년 3월 중국의 생산자물가가 40개월 만에 (+)로 전환되었고, 5월에는 전년 대비 3.8%를 기록했다. 소비자물가도 5월까지 1.0%를 기록하며, 3년간 지속된 0% 물가에서 드디어 탈피한 모양새다('23~'24년 0.2%, '25년 0.0%). 그간 주택시장 붕괴 이후 디플레이션 우려가 중국 경제의 가장 큰 부담이었다는 점에서 최근 중국 물가지표의 흐름은 긍정적이다. 다만, 당사는 중국 경제가 인플레이션 국면(물가 상승률 확대)에 접어들었다고 생각하지 않으며, 여전히 디플레이션 압력이 높다고 생각한다. 그에 따라 '26~'27년 중국 소비자물가는 1.0%로 전망한다.

첫째, 소비자물가가 5월까지 0.9%, 핵심물가는 1.2% 상승했으나, 명목 소매판매는 1.4%로 부진했다. 이는 실질적인 상품 소비 증가율은 늘지 않았다는 의미이다(물론 중국은 실질 소비를 공식적으로 발표하지 않는다). 이는 최근의 소비자물가 상승이 수요 압력보다는 공급 요인에서 발생했을 가능성이 높다는 점을 시사한다. 서비스 소비의 경우에도 실질로는 5% 내외 증가했지만, 해당 품목의 물가 상승률은 0.8%에 그쳤다. 특히, 서비스의 경우 단기간 내 생산성이 개선되지 않는다는 특성을 감안하면, 높은 소비 증가율과 낮은 물가 상승률 조합은 노동시장 내 유휴 인력이 상당하다는 점을 시사한다.

둘째, '26년 1~5월 물가상승률 중에서 기타 품목(금, 은 등 귀금속 포함)을 제외한 소비자물가는 0.6%로 낮아진다. 이는 5월까지 물가 상승의 1/3이 금, 은 등 귀금속의 가격 상승에서 비롯되었다는 점을 시사한다. 실제로 국제 금가격이 가파르게 상승하던 시점과 중국의 소비자물가가 (+)로 전환된 시점은 일치한다. 아울러, 기타 품목을 제외한 5월 소비자물가 상승률이 0.6%를 기록한 것도 '25년 -0.2%를 기록했던 기저 효과의 영향이 크다. 같은 맥락에서 기타 품목을 제외한 품목 물가의 전월 대비 3개월와 6개월 평균에서도 물가 상승률이 높아지는 징후는 나타나지 않았다.

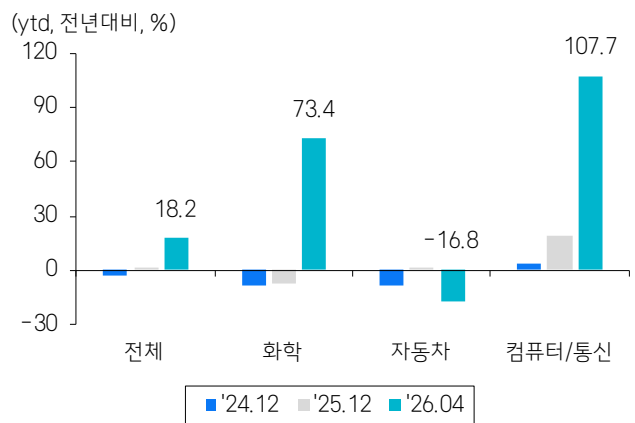
셋째, 생산자물가가 5월까지 누적으로 전년 대비 3.8%를 기록했지만, 실상은 국제유가 및 반도체 가격 상승의 영향이 컸다. 실제로 비철금속(21.6%), 석유 및 가스(7.0%), 화학제품(2.4%), 전기제품(2.4%), 컴퓨터/통신(0.3%) 등을 제외한 제조업 제품의 가격 상승률은 전년 대비로 (-)를 기록했다. 같은 맥락에서 공업기업의 이익이 4월 누적으로 전년 대비 18.2%를 기록했지만, 광산, 채굴, 석유정제, 철강, 반도체 등(upstream)을 제외한 나머지 산업의 이익은 -2.8%를 기록했다. 이는 생산자물가의 상승이 공급 충격에서 기인했다는 의미이다. 또한, 생산자물가의 (+) 전환은 소비자물가와 마찬가지로 기저 효과의 영향을 부인할 수 없다.

중국의 소비자물가, 귀금속 제외하면 여전히 1% 하회



자료: 중국 국가통계국, 삼성증권

중국의 주요 산업별 이익 추이



자료: 중국 국가통계국, 삼성증권

중국 정부의 주택시장 침체에 대한 미온적 대처와 공급 중심 성장 정책으로 디플레이션 장기화

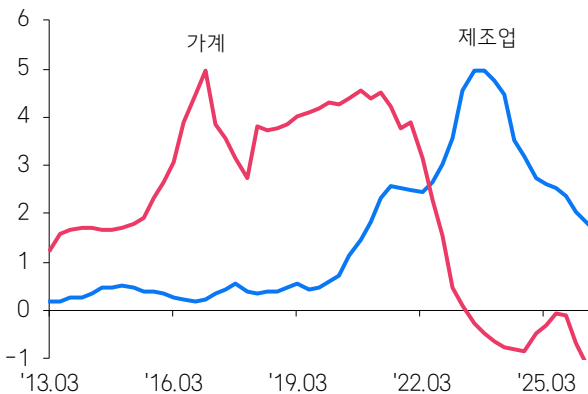
중국의 디플레이션은 주택시장 붕괴와 그에 따른 가계부문의 부채조정 그리고 지방 정부의 재정여건 악화로 시작되었으나, 중국 정부의 정책 실패가 디플레이션을 가중시킨 측면이 강하다. 역사적으로 주택시장 위기는 정부의 적극적인 개입(부채탕감, 금리인하 등)을 통해서 타개될 수 있으나, 중국 정부는 부실을 정리하는데 소극적이었다. 물론, 민간 부동산개발 회사, 주택청약자 등으로 이해관계자가 분산되어 있다는 한계가 있으나, 그러한 점을 감안해도 소극적이었다. 심지어, 공급 과잉 상황에서 노후화된 도심주택의 재개발 등을 통해서 건설업을 지원하는 정책까지 입안했다.

디플레이션을 더욱 악화시킨 주범은 수요를 늘리기보다는 공급 능력을 공급을 확대한 정책이다. 중국 정부는 경기 둔화를 저지하기 하기 위해 첨단 산업 육성, 제조업 고도화(설비 이구환신) 등을 선택했다. 그 결과, 가계의 대출이 둔화되는 상황에서 제조업 대출은 오히려 증가하며 총수요는 유지되었다. 다만, 이 과정에서 늘어난 공급 능력은 중국 내수의 부진이 지속되면서 부담으로 작용했고, 그 결과가 생산자물가의 하락, 상품수지의 확대, 제조업의 낮은 수익성 등이었다. 결국, 중국 정부는 주택시장 과잉에 제조업 과잉을 더했을 뿐이다. 물론 '25년부터는 소모적인 경쟁을 억제하는 반내권화 정책을 내세우고 있으나, 고용 및 성장에 부담으로 인해 산업 전반보다는 일부 산업에 적용되는 상황이다.

이러한 점들을 감안할 때, 당사는 중국 경제의 디플레이션 압력은 여전하다고 생각한다. 사실 중국 경제가 디플레이션에서 완전하게 탈피했다면, 중국의 10년 만기 국채금리가 현재의 1.7%보다는 훨씬 높았어야 한다. 또한, 일본의 경우에도 '91년 버블 붕괴 이후 줄곧 하락하던 소비자물가가 '97~98년에는 일시적으로 1% 내외를 기록한 바 있다. 특히, 당사는 디플레이션은 경제의 구조적인 측면에서 기인한다는 점에서 일시적인 공급 충격의 영향은 크지 않다고 생각한다. 일본이 30년만에 디플레이션에서 탈출한 것도 팬데믹으로 인한 공급 충격 뿐만 아니라 인구 구조의 변화(인구 및 생산 가능인구의 감소), 엔화 약세, 정책당국의 강력한 의지 등이 복합적으로 작용한 결과이다. 물론 생산자물가는 40개월 동안 (-)를 기록했고, 중국정부의 반내권화 정책이 이어지고 있다는 점에서 '26년~'27년 2% 내외로 전망된다.

중국 부문별 대출 추이: 가계 부채축소 vs. 제조업 대출 증가

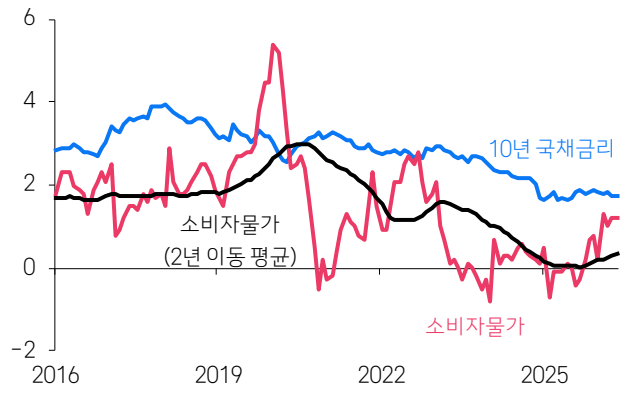
(전년대비, 조 위안)



참고: 가계는 모기지 대출, 제조업은 공업기업 중장기 대출 기준
자료: 중국인민은행, 삼성증권

중국 10년 만기 국채금리 1.7% 내외에 머물러

(%)



자료: 중국 국가통계국, NIFC, 삼성증권

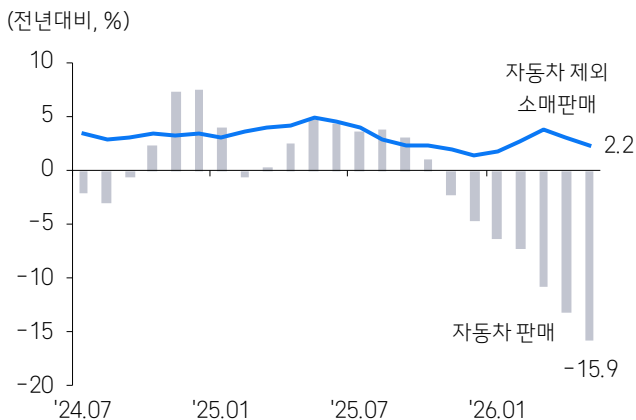
중국 소매판매 '26년 1.2%, '27년 2.5% 전망; 고정자산 투자는 각각 -2.0%와 2.0% 예상

'26년 상반기 중국의 소매판매는 부진했다. 이는 지난해 성공적이었던 이구환신 정책의 기저효과 탓이다. 실제로 5월까지 누적 소매판매는 전년 대비 1.9%에 불과했으나, 자동차를 제외한 수치는 3.1%를 기록했다. 중국의 자동차 판매가 지난해 10월 이후 (-)로 전환되었다는 점을 감안하면, 소매판매 증가율은 4Q 중에는 다소 개선될 것이다. 그에 따라 당사는 연간 소매판매 증가율을 '26년 1.2%, '27년은 2.5%로 전망한다. 한편, 중국 가계 소비에서 서비스 비중이 점차 확대되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 통계가 제한적이기는 하지만, 가계 소비에서 서비스가 차지하는 비중은 대략 30~35% 수준으로 추정된다. 또한, '25년에도 중국의 서비스 지출은 소매판매 증가율을 상회하는 5% 내외를 기록했으며, 향후에도 4~5% 증가할 전망이다. '26년 1Q 최종 소비의 성장 기여도가 2.3%를 기록한 것도 서비스 지출의 지속적인 확대에서 비롯된다.

한편, 고정자산 투자는 명목으로 '26년 -2.0%, '27년에도 2.0%로 부진할 전망이다(실질로는 -1.0%과 2.5%) 투자 부진을 전망하는 주된 이유는 무엇보다 주택투자 부진의 장기화이다. 국가통계국에 따르면 '26년 4월 누적 고정자산 투자는 전년 대비 -1.6%였으나, 부동산 개발을 제외한 투자 증가율은 4월 전년 대비 1.3%를 기록하며 상대적으로 양호했다. 당사는 중국 부동산 투자가 '26년 -13.5%, '27년에도 -6.0%를 기록하며, 7년 연속 감소할 것으로 전망한다. 물론 중국의 주택착공이 '21년 정점 대비 20% 수준으로 급감했다는 점은 이후의 반등을 기대할 수 있는 요인이지만, 주택과잉 규모가 여전히 크다는 점은 단기간 내 주택투자의 회복을 점치기 어려운 요인이다. 제조업 투자의 경우에도 지난해 시진핑 주석의 반내권화 강조 이후 급감했고, 앞서 언급한 것처럼 여전히 일부 산업을 제외하면 대부분의 산업이 낮은 수익성으로 고전 중이라는 점도 제조업 투자에 부정적으로 작용한다.

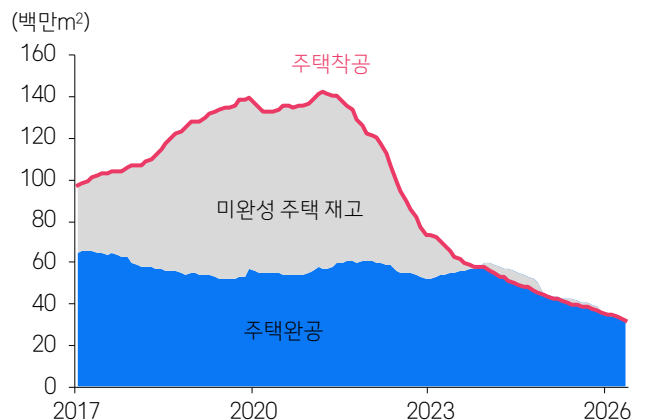
결국, 관건은 인프라 투자인데 '26년 지방정부의 채권발행 규모는 '25년과 같은 수준이며, 지방정부의 기본적인 재정 여력도 개선이 더디다. 지방정부의 재정 수입은 '25년 2.4% 증가에 그쳤고, '26년 4월까지도 전년 대비 2.7%에 머물렀다. 명목 GDP 증가율이 '25년 4.0%, '26년 1Q에도 4.9%였다는 점에서, 그보다 낮은 세수 증가율은 지방정부 재정 여력이 그만큼 훼손된 상태라는 점을 시사한다. 다만, 중국 정부의 내수 부진 타개 및 AI 투자 확대 의지를 감안할 때, '26~'27년 인프라 투자는 4~5% 내외 증가할 전망이다.

중국 소매판매, 자동차 제외하면 그나마 양호



참고: 3개월 이동평균
자료: 중국 국가통계국, 삼성증권

중국의 주택착공 및 완공 추이



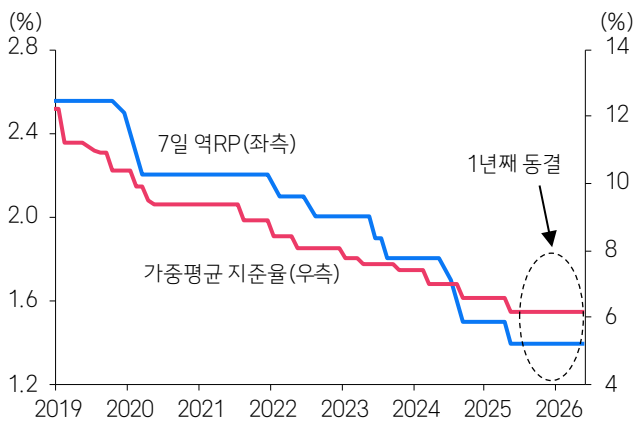
참고: 12개월 이동평균
자료: 중국 국가통계국, 삼성증권

통화정책 및 위안화 전망: 금리 동결 장기화 및 위안화 점진적 강세 지속

지난 5월 중국인민은행은 1분기 통화정책 집행 보고서를 통해, 기준율 및 금리 인하 문구를 삭제했으나 적절히 완화된 통화정책 기조를 유지한다는 방침을 유지했다. 이는 최근 중국 경제의 성장세가 개선되면서, 추가적인 금융완화의 필요성이 축소되었다는 의미이다. 반면, 인민은행이 '적절히 완화된 통화정책' 기조를 유지한 이유는 주택시장의 장기 침체로 인한 내수 부진이 지속되고, 인플레이션 압력이 낮은 수준에 머물고 있다고 생각했기 때문이다. 당사 또한 중국 경제의 성장이 주로 수출에 의해서 뒷받침되고 있고, 일시적인 요인을 제외한 인플레이션 압력이 여전히 낮다고 생각한다. 그에 따라 '27년말까지 중국 정책금리(Repo 7일물 기준 1.4%) 및 기준율의 장기 동결을 예상한다.

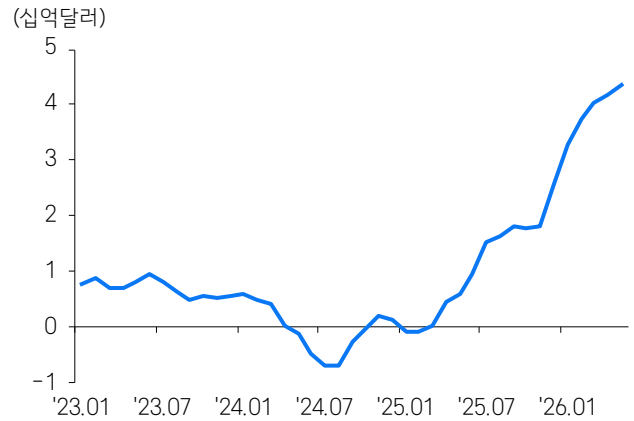
한편, 위안/달러 환율은 '26년말 6.6위안(기준 6.7위안), '27년말은 6.4위안으로 전망한다. 당사의 이러한 위안화 강세 전망은 1) '26년 경상수지 흑자가 6.5천억 달러로 '25년 5.8천억 달러에 비해 확대될 전망이고, 2) 중국 정부의 위안화 국제화 노력이 확대되고, 3) 미 달러화가 점진적인 약세를 보일 전망이기 때문이다. 구체적으로 경상수지 흑자 확대와 위안화의 점진적인 강세로 인해 중국 수출기업의 달러 매도가 빠르게 증가하고 있다. 중국 외환관리국에 따르면, 중국은행들의 대고객 외환거래 중 경상거래(달러 매도)는 평균 100억 달러 수준이었으나 '25년에는 256억 달러, '26년 1~4월에는 497억 달러로 대폭 증가했다. 또한, 중국 정부의 위안화 국제화 정책은 위안화가 여타 통화 대비 점진적으로 강세를 시현할 때 효과가 높으며, 이러한 점에서 최근의 위안화 강세는 중국 정부의 정책적 노력의 결과이기도 하다. 실제로 BIS에 따르면, 외환 거래에서 위안화 거래 비중의 확대는 무역 관련 요인보다는 중국과의 자유무역협정이나 적격 투자자(QFI) 라이선스 발급과 같은 정책 요인의 영향이 컸다.

중국 정책금리 및 기준율 추이



자료: 중국인민은행, 삼성증권

중국 수출기업의 달러 매도 확대



참고: 12개월 이동평균, 은행의 경상거래 부분 외환 결산액
자료: SAFE, 삼성증권

중국의 견고한 수출 증가의 배경과 전망

높은 가격 경쟁력으로 중국의 세계시장 점유율 확대 이어져

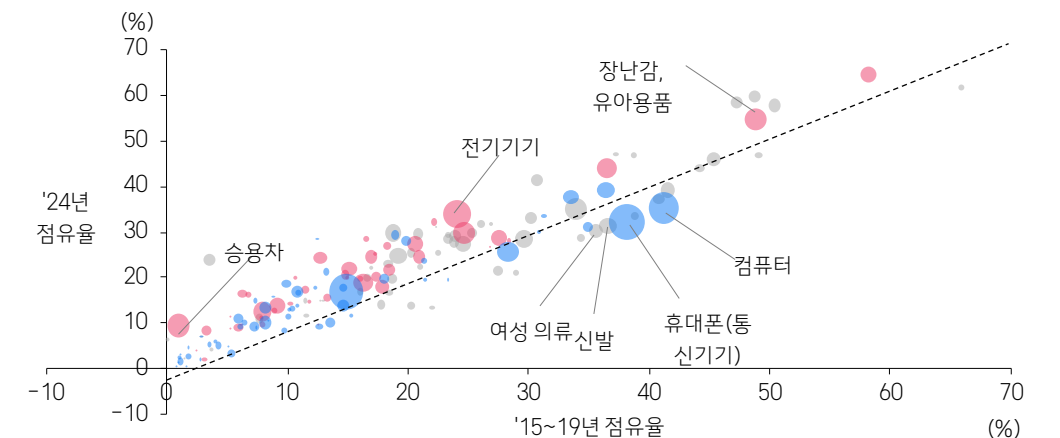
당사는 중국 수출이 '26년 하반기 이후에도 견고하게 증가할 것으로 전망한다. 첫째, 수출 품목 전반이 강한 경쟁력을 갖고 있기 때문이다. 이는 무엇보다도 수출 품목 대다수의 시장 점유율이 확대되었다는 점에서 확인할 수 있다. '24년과 '15~19년의 품목별 수출 시장 점유율(전세계 수출 중에서 중국의 비중)을 비교하면, 기술 수준을 불문하고 대부분의 품목의 점유율이 확대되었다. 섬유, 철강, 가구 등 중국이 경쟁력을 보여왔던 저급 기술 품목은 물론, 승용차, 전기기기(배터리 포함) 등 중급 기술 품목, 그리고 반도체, 광학기기, 화학소재 등 고급 기술 품목도 점유율이 상승하며 경쟁력 강화를 시사했다.

물론, 통신기기와 컴퓨터 및 부품, 그리고 의류와 신발과 같이 점유율이 하락한 품목도 있다. 통신기기와 컴퓨터 및 부품의 점유율 하락은 최종 조립 기지가 해외로 이전된 영향이며, 중간재는 중국에서 수출하고 있기 때문에 산업망에서 부가가치가 높은 부분으로 이동한 것으로 볼 수 있다. 반면, 의류, 신발 등의 점유율 하락은 투입재 중 노동의 비중이 높아, 인건비가 낮은 베트남, 미얀마 등지로 생산기지가 이전된 영향으로 생각한다.

중국의 점유율이 높은 가장 직접적인 이유는 다른 지역 대비 저렴한 가격이다. '26년 3월 중국의 수출가격 지수는 '15~19년 평균 대비 2.7%, '19년 말 대비 4.3% 상승하는데 그친 반면, 글로벌 전체는 31.8%와 27.0%, 중국을 제외한 신흥 아시아 지역은 16.5%와 14.0% 상승하면서 중국의 가격 경쟁력을 나타냈다. 이는 각 지방정부의 경쟁적인 생산능력 확대가 이어지는 가운데 부실기업 구조조정이 지연되면서 공급 과잉이 나타났고, 여기에 내수 부진까지 겹치면서 가격 하락 압력이 확대된 영향이다.

또한, 간접적인 요인으로는 효율성이 높은 물류 인프라를 들 수 있다. World Bank의 Logistics Performance Index에 따르면 중국의 도로, 항만, 항공 등 물류 인프라는 신흥국 중 최상위권이었으며, 이는 수출 경쟁력에 도움이 되는 요인 중 하나이다. 또한, 대부분의 제품을 중국내에서 조달할 수 있을 만큼 공급망의 폭이 넓다는 점과 숙련된 노동력이 많다는 점도 제조 및 수출에 큰 이점이 되고 있다.

중국 수출 품목 전반의 점유율 확대



참고: 회색은 저급 기술, 적색은 중급 기술, 청색은 고급 기술 품목, 시장 점유율은 전체 수출 중 중국의 비중
자료: UNCTAD, 삼성증권

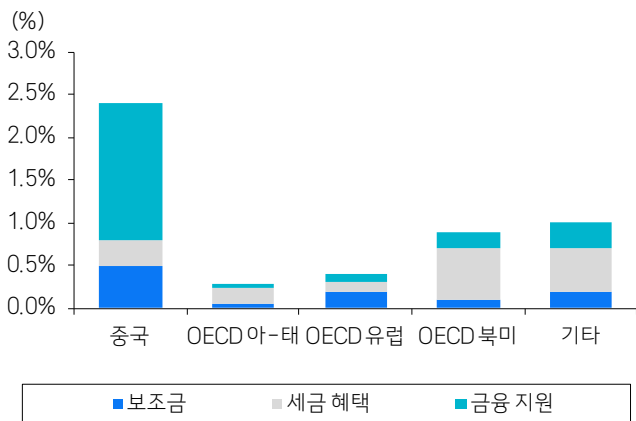
전략 산업 육성 기조로 관련 품목 수출 확대

둘째, 산업 육성 기조가 이어지면서 관련 품목의 수출 확대가 지속될 전망이다. 중국의 전략 산업 육성 정책은 이미 성과를 나타내고 있다. 지난 14차 5개년 계획 당시(‘21~25년) 전략 산업으로 언급된 신에너지차(전기차)의 수출은 ‘19년 대비 5배 이상 증가했으며, 신에너지(리튬 배터리)는 390% 이상, 항공은 65% 이상 증가했다. 아울러, 규모는 작지만 생명기술 품목도 145% 이상 증가하며 당시 언급된 전략 산업 품목 대부분은 같은 기간의 전체 수출 증가율(50.9%)을 상회했다. 중국 지도부는 14차에 이어 15차 계획 기간에도 산업 고도화 및 산업 육성을 최우선 목표로 제시했으며, 이는 전체 수출 증가를 지지할 것으로 예상된다.

전략 산업의 수출 증가율이 다른 산업을 상회하는 이유는 해당 산업들의 양호한 성장세가 이어진 가운데, 정부의 적극적인 정책 지원으로 수출 경쟁력을 강화되었기 때문이다. OECD(OECD MAGIC Database of Industrial Subsidies, 2026년)에 따르면, ‘05년에서 ‘24년 사이 중국 기업들은 OECD 지역 기업 대비 3~8배에 달하는 보조금 지원을 받았으며, 브라질, 인도, 인도네시아 등 다른 신흥 지역에 비해서도 보조금 규모가 컸다. 아울러, 전 세계의 무역 및 산업 정책을 모니터링하는 Global Trade Alert의 데이터를 분석한 결과, 중국 산업 중 자동차, 2차전지(리튬배터리), 제약바이오(생명기술)의 정책 지원 수준(관련 정책 개수)이 상위권에 속했다.

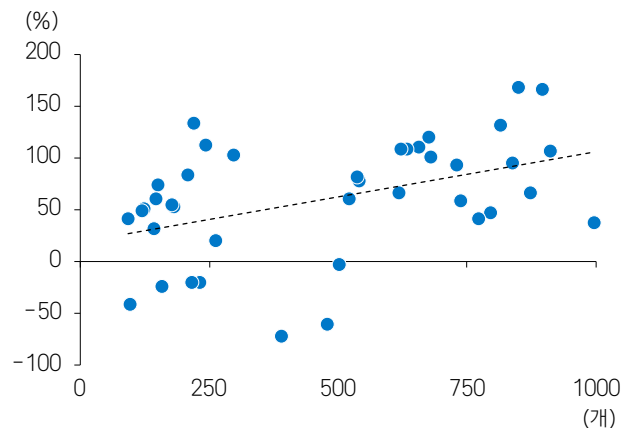
이러한 정책 지원은 실제로 수출 증가로 이어진 것으로 확인된다. 산업별 정책 지원 수준(Global Trade Alert 데이터 기준)과 관련 품목의 수출을 비교한 결과, 지원이 많은 산업의 품목일수록 수출 증가율이 높은 경향이 나타났다. 중국의 전기차, 리튬배터리, 그리고 태양광의 사례를 봤을 때 이는 주로 정책 지원에 따라 기술 및 가격 경쟁력이 높아진 영향으로 생각한다. 한편, 15.5 계획에서 언급한 전략 산업은 기존과 큰 차이가 없었다. 다만, AI 발전을 대대적으로 강조한 가운데, 전기차를 스마트카로 대체하고 휴머노이드를 추가하면서 AI 응용과 관련된 내용을 추가했다.

중국의 보조금 규모는 다른 지역을 상회



참고: 기업 매출액 대비 보조금, '05~24년 평균
자료: OECD(2026)

정책 지원 수준이 높을수록 수출 증가가 큰 경향



참고: x축은 '16~24년 사이 산업별 정책 개수, y축은 '15년 대비 '24년 수출 증가율
자료: UNCTAD, Global Trade Alert, 삼성증권

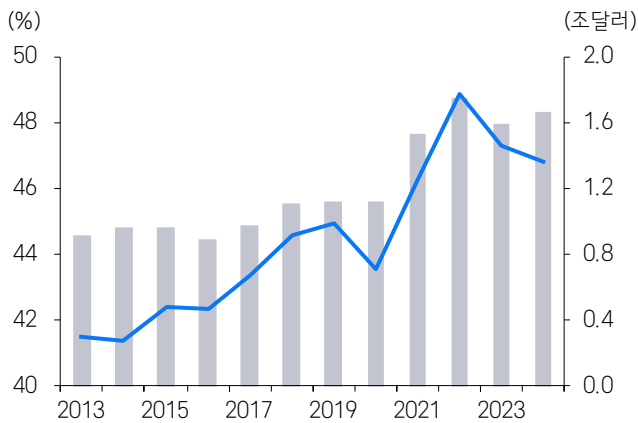
수출 지역 다변화, 중간재 수출 증가 등 중국 수출의 구조 변화도 (+) 요인

중국 수출 구조의 변화도 견고한 증가세를 뒷받침할 요인이다. 우선, 전체 수출 중 중간재의 비중이 확대되었다. 중국 수출을 BEC(최종 용도별 무역 분류법)를 활용해 분해한 결과, 중간재가 차지하는 비중은 지난 10년간 약 42%에서 47%로 확대되었고, 자본재까지 합하면 약 73%에 달했다('24년 기준). 아울러, 중국의 가공수출 비중은 약 20%로 10년 전 대비 20%p 내외 하락했으며, 그 중 외자기업의 가공무역 비중은 4%에서 2%로 낮아졌다. 이는 중국이 글로벌 공급망에 더 깊게 연결되면서, 단일 제품이나 지역의 수요가 감소하더라도 해당 충격을 완화할 여지가 커졌음을 의미한다.

또한, 수출 지역 다각화도 이루어졌다. '18년 미-중 무역분쟁 이전 미국향 수출은 전체에서 18% 내외로 의존도가 높았으나 최근에는 10% 수준까지 낮아졌고, EU에 대한 수출도 14% 초반으로 소폭 하락했다. 반면, 아세안, 라틴 아메리카, 중동, 아프리카 등 지역에 대한 수출 비중은 확대되었다. 이는 특정 지역에 대한 의존도를 낮춘다는 점에서 수출의 하방경직성을 강화한다. 실제로, '25년 미국의 대중 관세 인상과 양국의 무역 갈등으로 대중 수출은 전년 대비 19.8% 감소했으나, 다른 지역으로의 수출이 증가하면서 전체 수출은 견고한 실적(5.4%)을 기록했다.

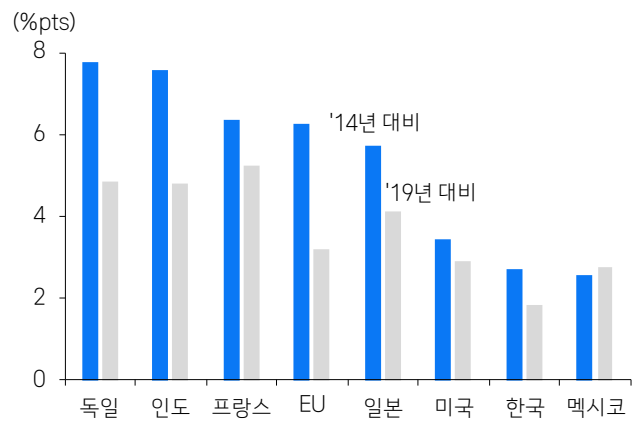
한편, 중국 산업의 구조적 변화와 질적 개선은 EU, 일본과 같은 선진 지역의 반발을 사고 있다. 중국 수출 품목이 다양화되고 보다 높은 수준으로 발전하면서 선진 지역의 제조업 시장을 잠식하고 있기 때문이다. 이는 지역간 수출 유사성을 추정하는 ESI(Export Similarity Index)를 통해 확인할 수 있다. '15년 이후 주요 지역 중 중국과의 수출 유사성이 가장 크게 높아진 지역은 독일이었으며, 인도, 프랑스, 일본 등이 뒤를 이었다. 그에 따라, EU 집행위는 지난 5월 중국과의 무역 불균형에 대응하기 위해 수입 쿼터 확대와 관세 부과 등을 논의했으며, 현재 중국 지도부의 성장 전략을 감안하면 무역 갈등 리스크는 지속될 가능성이 높다.

중국 중간재 수출 비중 확대



참고: BEC Rev.3 기준
자료: UN Comtrade, 삼성증권

중국과 독일, 프랑스 등 EU 지역의 수출 유사성 상승



참고: '24년 기준
자료: UNCTAD, 삼성증권

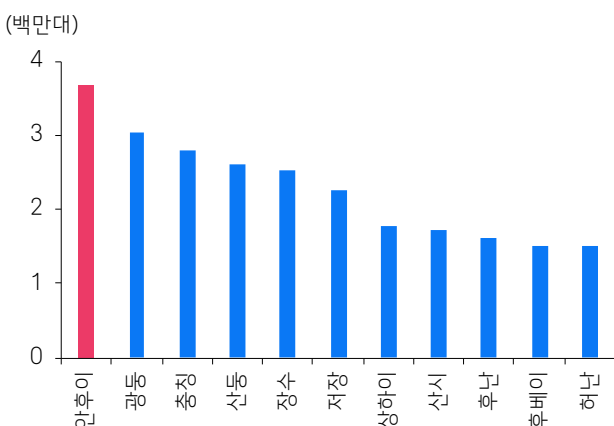
수출 증가에도 내수 부진은 불가피

중국의 견고한 수출 증가는 경제 성장을 지지할 것으로 생각한다. 수출의 부양 효과는 중국 지역별 경제 상황에서 확인할 수 있다. 대표적인 지역은 전기차 수출에 크게 수혜를 입은 안후이(安徽)성이다. '25년부터 광둥(广东)성을 넘어 자동차 생산 1위 성시가 된 안후이성은 지난 한 해 368.7만대의 자동차와 179.4만대의 신에너지차를 생산하며 중국의 주요 자동차 생산기지로 거듭났다. 그에 따라, 지난 1~4월 안후이의 수출은 39.6%, 자동차(승용차)와 전기차는 각각 138.5%와 347.3%에 달했다. 이는 양호한 생산(1~4월 산업생산 11.3%, 1분기 GRDP 5.8%)으로 이어져 해당 지역의 성장을 지지했다. 다만, 높은 경제 성장률에도 안후이 지역의 내수는 부진(1~4월 소매 판매 2.3%, 고정자산 투자 -4.3%)한 것으로 나타났다.

또한, 중국 수출의 10% 이상을 차지하는 핵심 수출 지역인 선전(深圳)시에서도 비슷한 양상이 확인된다. 선전의 1~4월 수출은 전기기기, 반도체, 리튬 배터리 등의 수출 호조에 힘입어 전년 대비 17.8% 증가했으며(위안화 기준), 산업생산은 관련 업종의 생산 증가(컴퓨터, 통신 및 기타 전자설비 13.7%, 특수 장비 11.8%)로 8.8%를 기록했다. 이에 1분기 GRDP는 5.8%로 양호했지만, 선전의 내수는 1~4월 소매 판매가 -0.6%, 고정자산 투자가 -6.0%(부동산 제외는 4.8%)를 기록하며 안후이와 마찬가지로 부진을 지속한 것으로 나타났다.

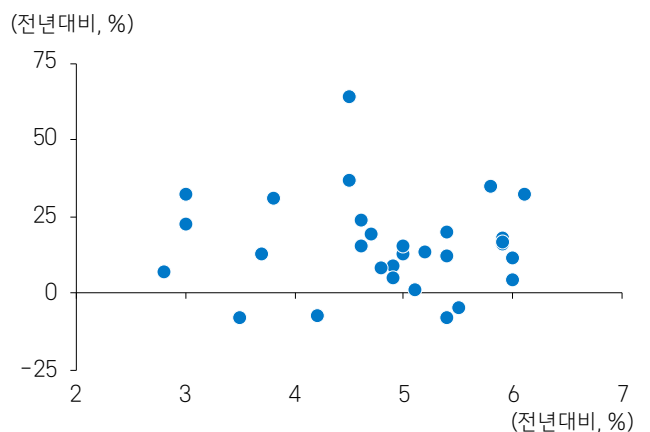
광둥성도 비슷한 양상이다. 광둥성은 연간 수출이 GRDP의 40%를 상회할 정도로 수출 비중이 높은 성시이며 1~4월 수출은 14.6% 증가하며 양호했지만, 소매 판매(1.4%)와 고정자산 투자(-6.8%)가 부진하며 1분기 경제 성장은 4.6%에 그쳤다. 즉, 수출 호조가 경제를 지지할 수는 있지만, 반드시 높은 성장으로 이어지는 않는다는 의미이다. 한편, 지역별 성장에 차이가 나타난 것은 수출과 생산 지역의 불일치, 경제 및 산업 구조 차이, 지역간 부동산 경기 차이 등이 복합적으로 작용한 결과로 추정한다. 또한, 현재 중국의 전반적인 상황을 감안하면, 수출만으로는 중국의 내수 부진과 그에 따른 경제 하방 압력을 만회하기 다소 부족하다.

중국 성시별 자동차 생산량



참고: 2025년 기준
자료: 중국 국가통계국

지역별 수출 증가율과 성장율은 뚜렷한 상관관계 없어



참고: '26년 1분기 데이터 기준
자료: 중국 해관총서, 국가통계국, 삼성증권

SI의 경제 부양 효과도 제한적

'26년 중국 SI 투자는 미국 수준을 현저히 하회

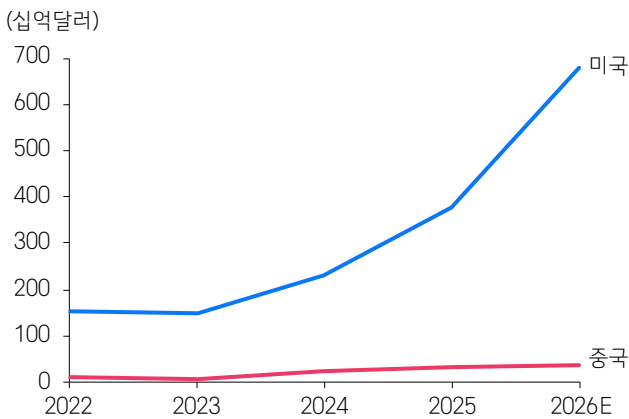
중국 경제를 지지할 수 있는 요인으로 글로벌 SI 투자 확대가 주목받고 있다. 다만, 중국의 SI 투자가 경제에 미치는 영향은 상대적으로 최소한 단기적으로는 제한적일 전망이다. 중국 국영 통신사와 IT 기업, 그리고 정부 차원의 SI 인프라 투자 계획은 중국 전체 경제 규모나 고정자산 투자 규모에 비하면 제한적인 수준에 그치기 때문이다. 중국 국영기업 중 주요 데이터센터 투자자인 통신 3사(차이나모바일, 유니콤, 텔레콤)의 '26년 SI 투자 계획은 약 800억~900억 위안 규모이며, 주요 IT 기업인 알리바바, 텐센트, 바이두, 바이트댄스의 자본지출 계획은 4,000억 위안을 하회한다. 콰이서우, 징둥 등 다른 IT 기업까지 합쳐도 기업 차원의 투자는 최대 5,500억 위안일 것으로 추정된다.

한편, 정부 차원에서의 SI 투자는 직접적인 정부 지출 규모와 투자 주체가 불분명하기 때문에 추정하기 어렵다. 중국 최상위 경제정책 기구인 국가발전개혁위에서는 데이터센터 인프라에 5년간 총 2조 위안 규모를 투자 유인한다는 모호한 표현을 사용했으며, 다른 정책이나 민간 차원의 투자와 중복되는지 여부를 알 수 없다. 더 나아가, 바이트댄스, 알리바바 등 IT 기업의 투자는 유럽, 태국, 멕시코 등 지역에 대한 투자를 포함하여 실제 중국내 투자는 그보다 낮을 전망이다. 그에 따라, 중국의 SI 투자는 GDP 대비 0.4% 내외일 것으로 추정된다.

미국과 비교하면, 중국 SI 투자가 상대적으로 부족하다는 점이 명확하다. 미국 하이퍼스케일러들의 '26년 자본지출 전망은 6,785억 달러(Bloomberg 기준, 4.6조 위안)이며, 이는 중국 IT 기업 투자의 10배에 달한다. 또한, 실제 '26년 1분기 국민계정에 반영된 컴퓨터 장비 투자만 해도 GDP 대비 1.5%이고 여기에 통신장비와 관련 건설 투자까지 합하면 2%를 상회할 것으로 추정된다. 즉, 중국의 SI 투자는 규모 측면에서 미국과 분명한 거리가 존재하며, 미국처럼 유의미하게 경제 성장으로 이어지길 기대하기 어렵다.

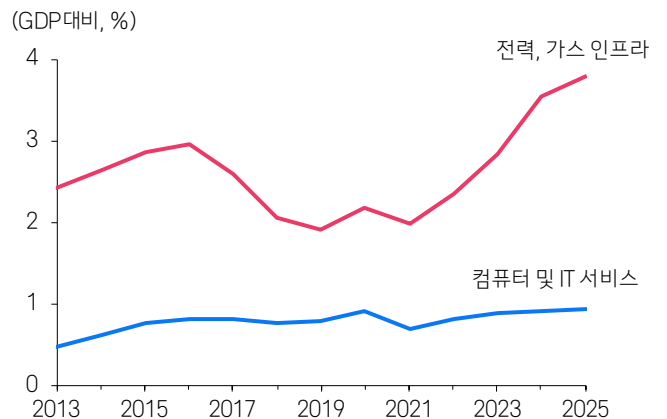
아울러, 중국의 투자는 미국과 다르게 계획대로 투자될지 여부도 불확실하다. 가장 큰 이유는 첨단 AI칩과 메모리의 공급 병목이다. 당사가 지난 4월 중국 방문기에서 지적했듯 중국의 AI 산업은 첨단 반도체 병목에 발목이 잡혀 있으며, 화웨이, CXMT와 같은 기업에서 이를 타파하기 위해 노력 중이지만 현재까지 확인된 정보로 미뤄보면 아직 기술 격차와 생산 제약이 존재하는 것으로 생각된다. 중국의 SI 투자가 중국 경제에 긍정적인 영향을 미치는 경로는 데이터 센터와 같은 직접적인 투자보다 간접적이나 상대적으로 규모가 큰 전력망, 통신망 등 인프라 투자에서 더 유의미하게 나타날 가능성이 높다고 생각한다.

중국 주요 기업의 capex는 미국 기업 수준을 크게 하회



참고: 미국은 알파벳, 아마존, MS, 메타, 중국은 알리바바, 텐센트, 바이두의 합
자료: Bloomberg 삼성증권

중국 전력, 가스 등 인프라 투자 규모는 IT 서비스를 상회



참고: '17년 금액과 전년 대비 값으로 추정
자료: 중국 국가통계국, 삼성증권

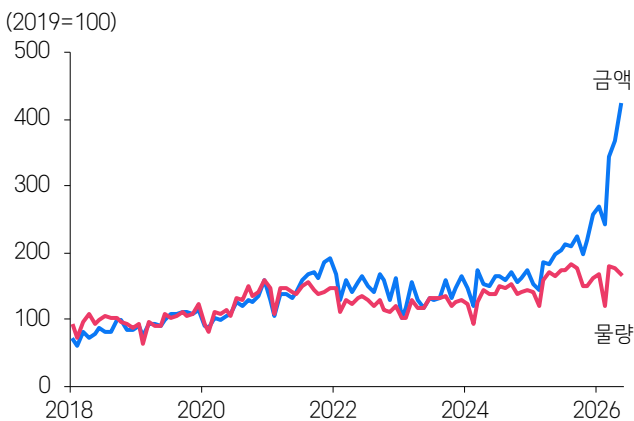
AI 관련 생산 확대는 긍정적이나 경제에서의 비중은 작아

중국이 글로벌 AI 투자 확대에 따라 생산 측면에서 얻는 수혜도 제한적일 전망이다. 우선, AI 투자 확대 영향으로 중국 반도체 수출은 전년 대비 100% 이상 기록하며 빠르게 확대되고 있지만 중국 경제에 미치는 영향은 자동차나 다른 주요 수출 품목에 비해 크지 않다. 반도체 수출 금액이 크게 증가한 것은 단가 상승에 기인한 것이며, 실제 수출량은 크게 변화하지 않았기 때문이다. 아울러, 중국 반도체 수출의 41%는 외국기업이 원자재 및 부품을 수입해 가공 후 수출한 물량('25년 기준)이기 때문에 중국 내 부가가치 창출도 제한적이다.

또한, AI 투자 확대로 반도체(메모리, 낸드, AI칩)와 그 외 통신장비 및 부품(광모듈 포함), PCB, MLCC, 구리케이블 등 여러 산업의 매출과 생산이 확대되었으나, 이들이 전체 경제에서 차지하는 비중은 크지 않다. 중국의 통계 미비로 구체적인 데이터는 없으나, 중국 국가통계국에서 발표하는 고급기술 산업의 부가가치 데이터를 통해 이를 추정할 수 있다. 2025년 전체 산업에서 고급기술 산업이 차지하는 비중은 약 14.5%로 추정된다. 고급기술 산업에는 제약, 의료장비, 항공우주, 전자통신설비, 컴퓨터, 첨단 화학제품 등이 포함되어 있으며, 전자통신설비와 컴퓨터의 비중은 각각 63.0%와 13.2%('20년 매출 기준)이었다. 전자통신설비와 컴퓨터 산업의 절반이 AI 투자와 직접적으로 관련되었다고 가정해도, 중국 GDP에서 차지하는 비중은 약 1.5% 내외에 불과하다. 따라서, AI 투자 확대로 인한 생산 증가는 긍정적이나 경제 전체에 미치는 영향을 크지 않다고 추정한다.

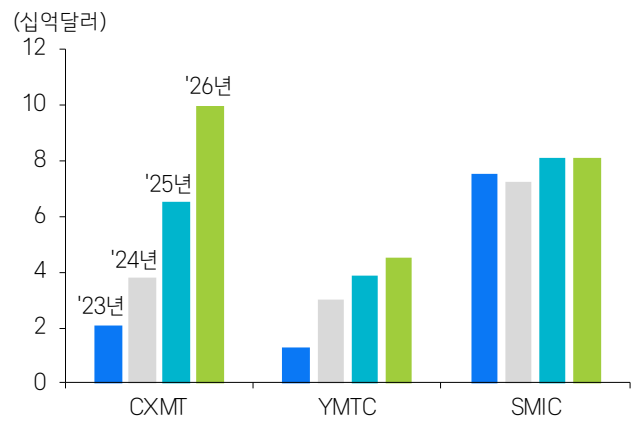
한편, AI 투자는 수혜 업종이 투자(자본지출)를 확대하는 경로를 통해 간접적으로 중국 경제를 부양할 수 있지만, 투자 규모가 작아 부양 효과는 제한적일 것으로 생각한다. '26년 중국 반도체 기업(CXMT, YMTC, SMIC)의 Capex는 이익 및 전망 개선, 그리고 국가 차원의 전략에 힘입어 약 25% 증가했음에도 1,580억 위안(Trendforce 전망 기준)이 그쳤으며, 이는 GDP의 0.1% 수준, 삼성전자와 SK 하이닉스의 합과 비교하면 30% 수준에 불과하다. 또한, PCB, 광통신 등 반도체를 제외한 AI 수혜 산업의 투자 규모를 추정하기는 어렵지만 반도체 Capex 대비 제한적인 수준일 것으로 보인다. 결론적으로, AI 투자 확대와 그에 따른 관련 생산 증가, 투자 확대는 중국 경제에서 차지하는 비중이 작은 것으로 생각한다.

최근 중국 반도체 수출액 증가는 가격 상승에 기인



자료: 중국 해관총서, 삼성증권

중국 주요 반도체 기업 Capex 추정치



자료: Trendforce, 삼성증권

Chapter 2. 핵심 이슈 PPI 인플레이션

P의 회복

편더멘털 리바운드

- 매크로 관점에서 『PPI 인플레이션』을 주목한다. 중국은 리오프닝 이후 구조적인 공급과잉 위험과 내수 위축이 결합되면서 60년 대 이후 최악의 디플레이션을 경험한 바 있다. 중국은 지난 3월 생산자 물가가 42개월 만에 (+)로 전환되면서 가격이 회복되는 사이클에 진입하게 되었는데 이는 하반기 중국 매크로 안정화와 기업이익 회복에 긍정적인 영향을 미치게 될 것이다.

중국의 PPI (+) 전환은 이란 전쟁으로 인한 유가 상승으로 시기가 1~2분기 앞당겨 졌으나 이는 이미 예고된 변화였다. 1~4월 공업이익은 18.5% 급증하였는데 적절한 생산자 물가 회복은 가격(P) 상승과 함께 기업이익 변동과 높은 상관관계를 가지고 있다. 올해 상해 증시의 EPS 증가율에 대한 눈높이는 테크와 Up-stream을 중심으로 연초 +8.9%에서 6월 초 현재 +17.2%로 크게 상승하였다.

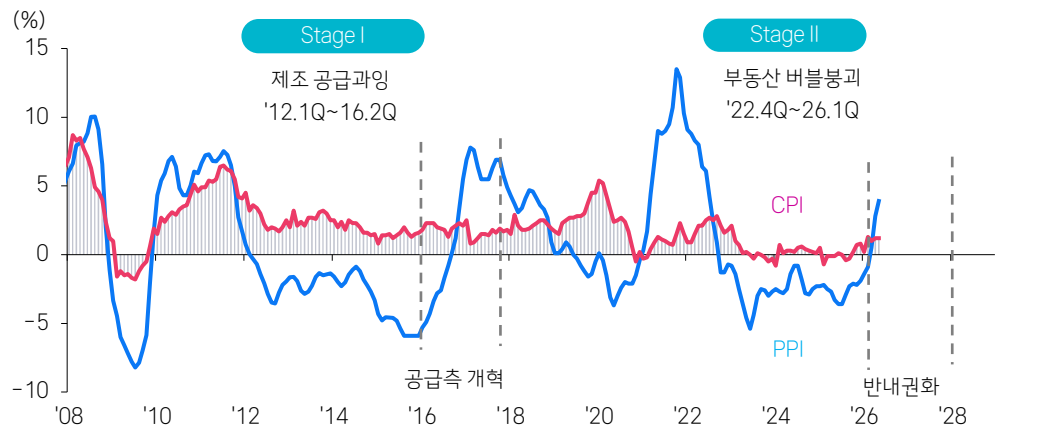
- 당분간 중국의 PPI의 안정화 기초가 유지될 것이다. 하반기 유가의 조정이 예상되나 (1) 정부의 가격 안정화 정책, (2) 향후 1년간 부동산 지표의 연착륙, (3) 수출과 테크의 일부 수요회복이 이어질 것이다. 연말 중국 생산자 물가와 소비자 물가는 각각 전년대비 +2.0%, +1.0%를 예상한다.

경기지표 추이

구분 (전년대비, %)	'26년						'26년(예상)	'25년
	1월	2월	3월	4월	5월	6월		
제조 PMI	49.3	49.0	50.4	50.3	50.0		50.0	
PPI	(1.4)	(0.9)	0.5	2.8	3.9		3.0	1.5
소매판매	2.8		1.7	0.2	(0.6)		3.0	1.5
산업생산	6.3		5.7	4.1	4.5		5.2	5.2
부동산투자	(11.1)		(11.2)	(13.7)	(16.2)		(12.0)	(12.0)
수출	10.0	39.6	2.5	14.1	19.4		15.0	10.0

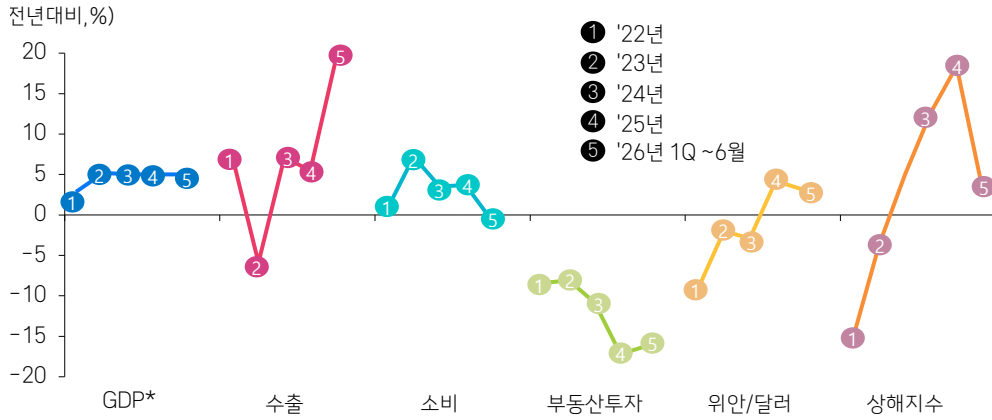
참고: '26년 5월 기준, 연간 PMI는 평균 기준
자료: CEIC, 삼성증권

PPI 회복 사이클, 편더멘털 회복 기여



참고: '26년 5월 기준
자료: CEIC, 삼성증권

중국 매크로 및 금융 지표 변화



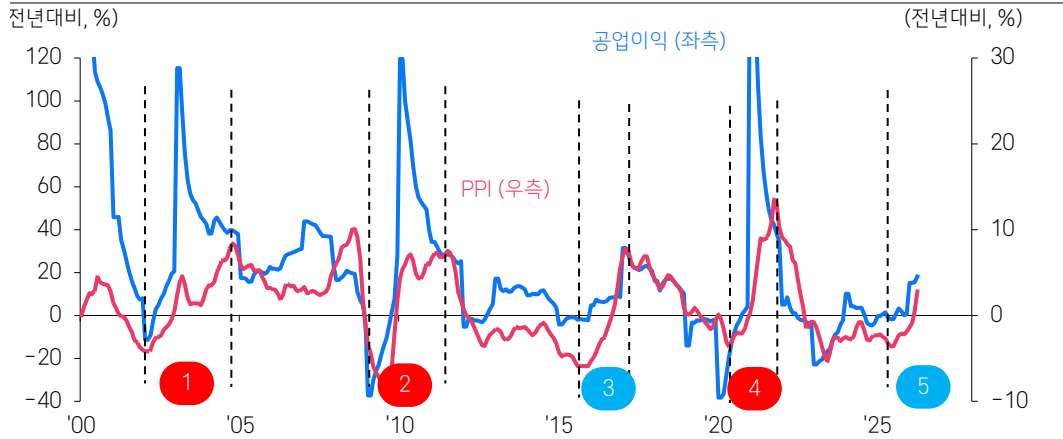
참고: '26년 GDP=1분기, 수출/소비/부동산=4월, 환율/주가=6월초 기준
자료: CEIC, 삼성증권

중국 PPI 인플레이션 구간 분석

구분	모멘텀	핵심 요인 및 기간	인플레이션과 기업이익	
			PPI 변화	제조업 이익 변화
I	Demand	• 제조업, 부동산 Boom/ '02년 2월 ~ '03년 3월	• 8.8% 포인트 (4.2%) → 4.6%	• 126.8% 포인트 (11.3%) → 115.2%
II	Demand	• 4조 위안 부양 패키지/ '09년 7월 ~ '11년 7월	• 15.7% 포인트 (8.2%) → 7.5%	• 157.0% 포인트 (37.3%) → 119.7%
III	Supply	• 시진핑 공급 측 개혁/ '15년 8월 ~ '17년 2월	• 13.7% 포인트 (5.9%) → 7.8%	• 35.8% 포인트 (4.3%) → 31.5%
IV	Demand	• 팬데믹, 공급 정상화/ '00년 5월 ~ '21년 10월	• 17.2% 포인트 (3.7%) → 13.5%	• 217.2% 포인트 (38.3%) → 178.9%
	평균	• 18개월	• 13.9% 포인트	• 134.2% 포인트
V	Supply	• 반내권화와 이란 사태/ '25년 6월 ~ '26년 4월 현재	• 6.4% 포인트 (3.6%) → 2.8%	• 41.1% 포인트 (22.9%) → 18.2%

참고: '26년 4월 기준
자료: CEIC, 삼성증권

PPI 인플레이션과 기업이익 효과



자료: CEIC, 삼성증권

하반기 정부정책 조합

부양강도 하향, 산업정책 상향

• 하반기 정부정책 조합으로 <온건한 부양과 적극적인 산업정책>를 주목한다. 올 하반기에도 온건한 통화완화와 적극적인 재정확대 기초가 이어질 것이다. 하반기 인민은행은 적절한 통화 완화와 부동산/소비 지원 정책에 나설 것이다. 인민은행은 정책 금리와 기준율의 하향 안정화 기초를 유지할 것이고 신형 인프라에 대한 재정투입 비중을 높여 나갈 것으로 전망한다.

• **마이크로 정책: 반내권화와 첨단기술 육성**, 중국 정부는 3월 양회 이후 적극적인 산업정책을 내세우고 있다. 15.5 경제계획이 시작되면서 <산업 고도화>에 대한 액션 플랜으로 공급 과잉 산업에 대한 공급 개혁과 유효 공급 확대에 정책 역량을 집중해야 하기 때문이다. 중국의 공급개혁 방식은 『반 내권화(Anti-involution)』가 채택되었다. 중국은 급격한 산업화 단계와 투자 경쟁의 후유증으로 인해서 제조 공급과잉과 부채 리스크에 노출되어 왔는데 (I) '90년대 말 주룽치 국유기업 개혁 → (II) '15~'17년 공급측 구조개혁 → (III) '25~'27년 반내권화 공급개혁의 단계가 진행되는 것이다. 공급 개혁 3.0은 '가격 안정화'와 글로벌 수요를 초과하는 극단적인 과잉체제를 Top-tier 중심으로 재편하는 과정에 초점을 맞추고 있다.

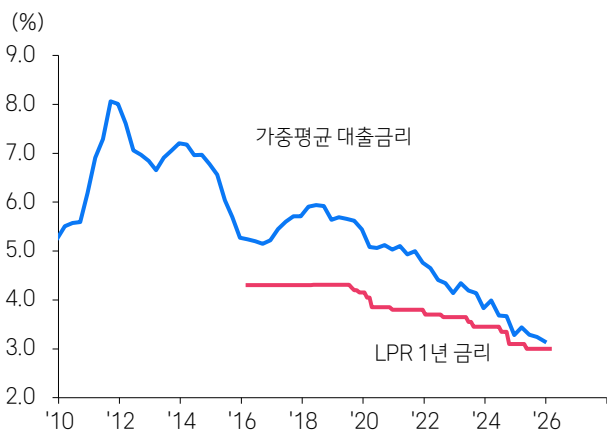
첨단 제조 육성은 중국의 산업화 후반기에 글로벌 Top-tier 등극을 위한 로드맵이다. 중국 제조업은 1차 기초 제조업 붐(Labor intensive/기간산업, '90~'10년)과 2차 내수/친환경 밸류체인 사이클('00~'20년)에 이어서 3차 첨단제조 국산화 사이클('21~'35년)로 진입하고 있다.

하반기 중국 정부정책 전망

대구분	소구분	하반기 전망
매크로 정책	통화정책	• 적절히 완화된 통화정책 유지 • 정책금리/기준율 인하 단행, 금융/부채 리스크 관리 병행
	재정정책	• 적극적인 재정확대 기초, 정부 재정지출 규모 30조 위안 돌파 전망 • 재정 확대는 신형 인프라(신에너지, 컴퓨팅 파워, 전력망) 초점
마이크로 정책	공급개혁	• 과잉 생산과 출혈 경쟁(내권 현상) 규제 • 생산 능력, 가격 집행 및 품질 감독 강화
	첨단기술 신흥산업 지원	• 과학기술 자립 1.3조 위안 재저어 투입, 과학기술 개발 지원 • 6대 신흥산업(반도체/지능형로봇/바이오 등), AI 플러스 이니셔티브 강화

자료: 삼성증권 정리

인민은행, 정책금리 하향 안정화 유지



자료: CEIC, 삼성증권

반내권화 정책, 가격경쟁 규제



자료: Bloomberg, 삼성증권

부동산 전망

신중한 바닥 타진

- 팬데믹 이후 중국의 장기 경기 침체는 부동산 버블 붕괴로부터 야기된 것이다. '98년 주택 민영화로 촉발된 장기 주택붐은 종료되었고 '21년 헝다 사태를 기점으로 급격한 투자와 수요 위축이 본격화되었다. 올 상반기에도 중국 주택경기는 부진한 흐름이 이어졌다. 부동산 3대 지표에 해당되는 가격, 신규주택 판매, 부동산 투자는 4월 기준 각각 -3.9%, -12.5%, -11.9%를 기록하였다.
- 신중한 바닥 타진 전망: 『OECD 평균 주택시장 조정 5.5년 소요』 당사는 향후 1년간 중국 주택경기의 바닥이 타진될 것으로 예상한다. 중국 주택지표는 OECD 주택버블 평균 조정폭과 기간에 접근하고 있다. 주택 경기가 Peak point였던 '21년 2분기에 비해서 중국 부동산 ① 착공, ② 투자, ③ 신규주택 판매 각각 -75.8%, -47.7%, -59.0%를 기록하고 있다. 중국 주택 공급의 적정수준을 8백만~1천만호로 추정할 때 착공은 4월 현재 469만호 수준으로 하락하여 언더슈팅 구간으로 진입하고 있다.

OECD 국가 중 주택시장 침체를 겪은 30여개 국가들의 사례를 보면, 주택가격의 조정기간은 평균 5.5년(22분기)의 시간이 소요되었고 가격 조정폭은 24.2%였다. 중국이 평균적인 사례를 따른다면 올해 연말과 내년 상반기까지 지표 둔화가 이어질 수 있다. 또한, 주요국들이 기존 고점까지 회복하는 데는 평균적으로 11년의 시간이 필요했는데 중국 주택 시장의 심각한 공급 과잉을 감안하면 평균적인 수준보다 더 오랜 시간이 필요할 가능성이 높다. 1급지의 가격 안정화와 판매지표 회복이 선행지표 역할을 담당할 것이다.

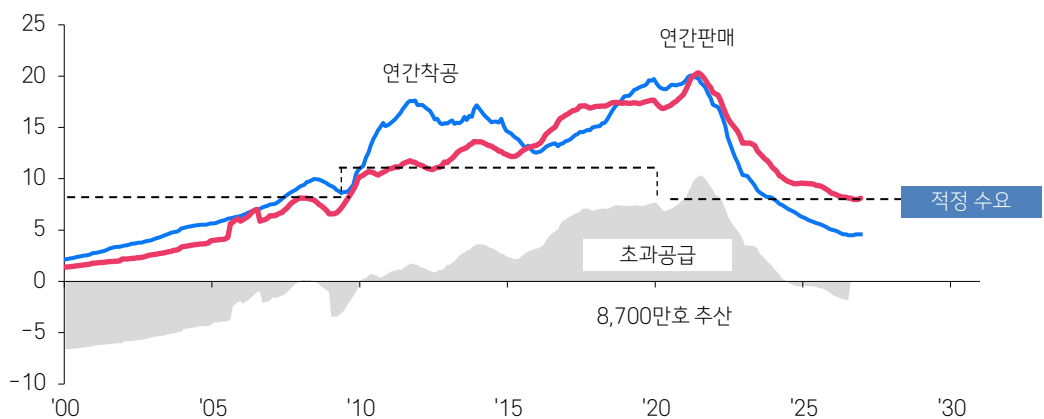
부동산 지표 추이

구분 (전년동기 대비, %)	'26년				'25년	'24년	'23년	'22년
	1~2월	3월	4월	5월				
가격지표 전국	(6.9)	(6.2)	(3.9)		(4.0)	(4.1)	6.7	(2.0)
북경	(36.6)	(19.4)	(20.5)		5.6	(17.3)	(2.1)	1.8
판매지표 신규주택	(16.0)	(13.4)	(12.5)	(14.1)	(10.0)	(14.1)	(17.3)	(26.8)
투자지표 투자증가율	(10.3)	(11.7)	(11.9)	(16.2)	(17.4)	(9.6)	(16.5)	(10.0)
신규착공 증가율	(23.3)	(21.8)	(23.6)		(19.9)	(22.6)	(21.4)	(39.8)

참고: '26년 5월 기준
자료: CEIC, 삼성증권

중국 주택지표, 신중한 바닥 타진

(12개월이동합, 백만가구)



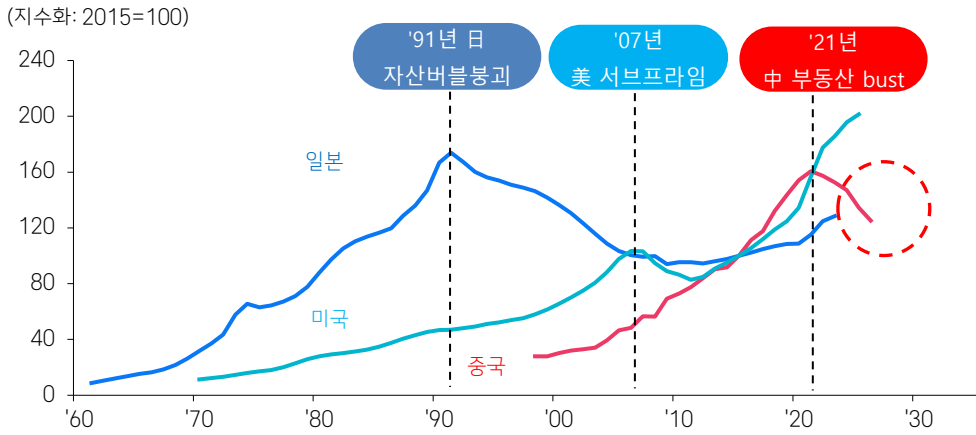
참고: '26년 4월 기준
자료: CEIC

OECD 국가의 주요 부동산 침체 사례

국가	고점 도달	저점 도달	하락 폭 (고점 대비, %)	저점 도달 시간(분기)	전고점 회복	전고점 회복 시간(분기)	비고
핀란드	'89.2Q	'93.1Q	-40.4	15	'02.1Q	51	
일본	'91.1Q	'09.3Q	-46.2	75	-	-	버블 붕괴
스위스	'91.3Q	'02.2Q	-12.0	37	'05.3Q	55	
미국	'06.1Q	'11.1Q	-31.2	20	'17.3Q	46	서브 프라임
아일랜드	'07.2Q	'12.2Q	-54.0	20	'22.2Q	60	
영국	'07.3Q	'12.1Q	-12.6	18	'14.3Q	28	GFC
스페인	'07.3Q	'14.1Q	-36.9	26	'23.3Q	64	
그리스	'08.3Q	'17.3Q	-42.4	36	'24.4Q	65	
이탈리아	'11.2Q	'19.1Q	-19.1	31	-	-	남유럽 재정위기
프랑스	'11.3Q	'15.1Q	-7.4	14	'18.3Q	28	
30개국 중위 값	-	-	-22.2	22	-	46	
30개국 평균 값	-	-	-24.2	22	-	42	

참고: 명목 가격 기준, 저점 도달 시간 및 전고점 회복 시간은 기존 고점에서부터 소요된 시간
자료: BIS, 삼성증권

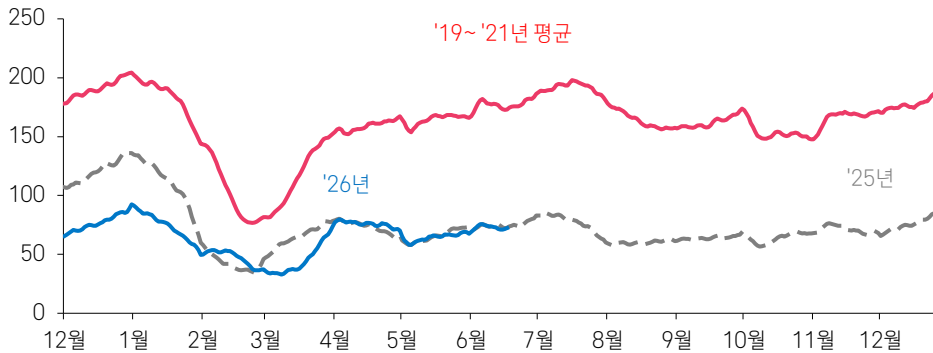
중국 부동산 26년말 바닥 도달 예상: 부동산 버블 가격조정 비교



참고: '26년 1분기 기준
자료: CEIC, 삼성증권

하반기 주택거래 지표 회복 관심

(30대도시 월간거래, 천채)



참고: '26년 6월 18일 현재
자료: OECD, 삼성증권

차이나 AI 테크 사이클

Breaking AI Bottlenecks

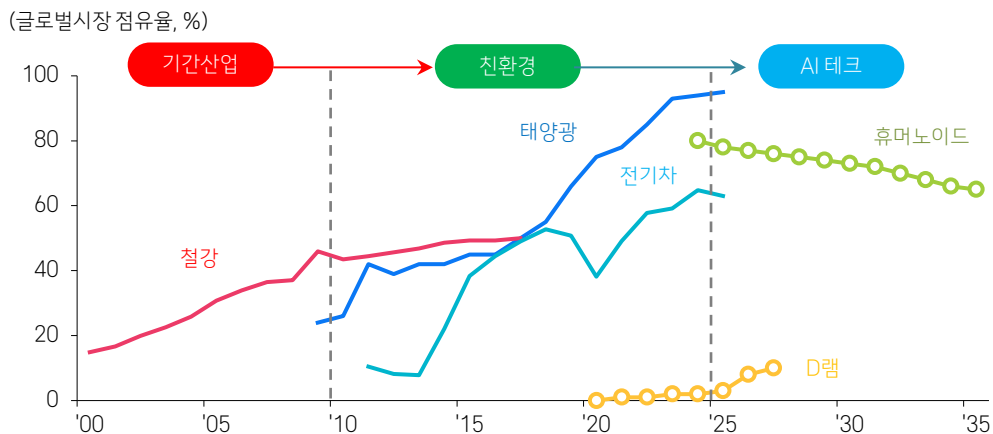
AI 포화경제 시작

- 올해는 중국이 전면적인 AI 생태계 전환을 선언한 해이다.
- '25년 4중 회의의 <15.5 계획 제정에 대한 건의문>에서 경제 전략의 키워드로 경제 고도화와 산업 구조 재편이 제시되었다. 시진핑 주석은 산업화 후반기에 해당되는 '21~35년의 장기 어젠다로 산업 고도화를 완성하는 구간으로 설정하였는데 제조 2025 기민한 추격전략이 종료되고 제조 2035, 첨단제조 국산화 전략이 시작된다. 중국이 제조 패러다임의 전환점에서 선진국을 추월하겠다는 "완따오차오차(弯道超车, 변곡점 추월)" 전략은 AI 생태계를 타겟으로 하고 있다.
- 상반기, 글로벌 경제의 핵심 테마는 반도체 슈퍼 사이클이었다. 글로벌 AI 경쟁이 치열해지면서 I) AI 수요 폭증 → II) Capex의 경쟁적 확대 → III) AI 병목현상(Bottlenecks), 데이터센터 과부족과 반도체 쇼티지 발생 → IV) Chipflation(가격 급등)이 진행되었다. 글로벌 Big 4(아마존, 메타, MS, 알파벳)의 '26년 합산 Capex 규모는 7,000~7,250억 달러로 전년대비 77% 급증하며 AI 버블논쟁이 꾸준히 제기되고 있다.

향후 5년에 걸쳐 중국의 AI 포화경제가 심화될 것이다. 중국의 제조산업은 (I) 산업화 초기 '80~00년, 기초 제조업(노동/자본 집약산업) → (II) 산업화 중기 '01~20년 제조 업그레이드(친환경, 내수, 인터넷 플랫폼)를 거쳐 (III) 산업화 후기 '21~35년 첨단제조 고도화(AI, 기술자립)의 단계로 진입하고 있다. 15.5 경제 계획이 시작되면서 올해가 제조 2035와 AI 생태계 확장의 원년이다.

산업화 후발주자인 중국의 제조업 업그레이드의 방식은 전략산업에 대한 집중적인 정책지원과 투자 몰입이었다. 2000년대 기간산업(철강/조선/화학기계/자동차), 2010년대 친환경 밸류체인(태양광/전기차/배터리)이 대표적인 사례이다. 중국의 전략산업에 대한 포화경제는 압도적인 글로벌 시장 점유의 성과로 연결되었으나 과도한 투자에 따른 공급과잉과 부채 리스크, 글로벌 공급망 교란의 과제를 축적시키고 있다. 15.5 경제 계획에서 중국 정부의 정책 최우선 순위는 신규산업(반도체), 첨단기술(AI), 신형 인프라(데이터 센터, 컴퓨팅 파워)로 확정되었다. 중국 발 AI 포화(버블) 경제가 시작되고 있다.

중국 전략산업 시장점유율 변화, AI 포화경제 시작



참고: 철강=조강 생산량, 태양광= 폴리실리콘 Capacity, 전기차= 글로벌 판매, 휴머노이드=중국 3사 매출, D램=CXMT 매출 기준
자료: CEIC, Bloomberg, IDC, Count-point 리서치, 삼성증권

중국 제조업 패러다임 변화

기초 제조업 ['81년~ 2000년, Labor intensive]

- 중국 현대 제조업의 시작점은 덩샤오핑의 전면적인 2개혁개방 발표였다. 덩샤오핑은 '81년~ 90년, 6~7차 5개년 경제개발을 통해서 '시장 경제 도입'과 '국유기업 개혁'을 공식화하였는데 개방 초기, 경제특구 활성화를 통해 수출 지향형 제조 인프라 구축에 성공하였다.

중국은 '80년 남부 연안 심천, 주하이, 산터우, 샤먼과 '84년에는 상하이, 텐진, 광저우 등 14개 연안 개방도시를 경제특구로 지정해 연결하였다. 경제 특구는 파격적인 외국인 투자 우대(세금 2년 감면, 3년 법인세 15% 부과)를 시행하여 시장경제가 주도하는 노동집약 산업의 임가공 수출이 폭발적으로 증가하였다. 6차(81~85년), 7차(86~90년)계획의 연간 경제성장률은 10.8%, 8.0%에 달하였다.

- 8.5~9.5 경제계획('91~2000년)은 89년 등장한 상하이방 장쩌민 주석이 주도하는 산업 대개방과 국유기업 몰락, 구조개혁의 시간이었다. 자동차와 서비스산업 부문 등에 외자기업이 대거 유입되면서 국유기업의 부실화가 확대되었고 주룽치 총리의 3년에 걸친 국유기업 재편개혁이 이루어졌다.

제조업 업그레이드, 내수 확대 ['01년~ 2020년, 친환경/내수]

- 2000년대 들어 중국 제조업은 WTO 가입과 함께 양적 팽창이 확대되었다. 10.5 계획 기간 대외 무역은 연간 9.8% 급증하였고 11.5 계획 기간에는 '08년 선진국 금융위기 시점에 정부의 4조 위안 부양 패키지로 인해 투자와 제조 부문의 경제호황이 이어지며 '10년 글로벌 GDP 2위에 등극하였다.
- 2010년대는 중국 제조업의 터닝 포인트로 볼 수 있다. 12.5 계획에서 내수 활성화와 친환경 산업 육성이 공식화되었고 13.5 계획은 <전면적인 소강사회 건설>이 정책 목표로 제시되며 제조업 업그레이드를 위한 제조 2025와 전통산업 공급 측 구조개혁이 발표되었다. 중국 제조업의 구조개혁 구간에서 발생한 '18년 미-중 분쟁과 '20년 팬데믹은 <쌍순환 전략과 자립자강> 정책을 도출하게 하였다.

제조 고도화 ['21년 ~ 2035년, AI-Knowledge intensive]

- 14.5 경제계획: '20년 팬데믹은 중국의 부채에 의존한 고속성장 방식의 시스템 리스크를 노출하는 계기가 되었다. 중국은 '21년 이후 부동산 버블 붕괴, 극심한 내수 침체와 디플레이션 사이클을 경험하였다. 다만 전기차의 Majority 시장 등극, 답시크 모멘트 확산은 첨단제조 전략의 모티브가 되었다.
- 15.5 경제계획: 시진핑 주석은 '24년 3중 전회에서 2035년 경제 고도화의 중장기 목표를 선언하였다. 15.5 경제계획은 <산업 고도화>를 정책 목표로 제시하였고 공격적인 산업 고도화 정책, 제조 2035를 추진할 것이다. 중국 정부와 민간 부문의 AI 혁신 생태계에 대한 포화경계가 시작되었다. '26~30년은 공급개혁(Anti-involution)이 진행되고 피지컬 AI 상용화 경쟁에서 우위를 점할 가능성이 높다. 휴머노이드, 자율주행, 바이오 부문의 글로벌 Top-tier 도약이 목표로 설정되어 있다.
- 16.5 경제계획: 16.5 경제계획은 중국 산업 고도화를 완성하는 구간이다. 양적으로는 인당 GDP 2.5만 달러 수준에 진입하고 첨단제조 부문의 기술력은 미국과 경쟁하는 G2 체제를 겨냥하고 있다. 차세대 에너지와 통신망(6G) 구축, 휴머노이드와 자율주행 AI의 Majority 진입이 예상된다.

² 개혁개방: 78년 11기 3중 전회('12.18~22일)에서 덩샤오핑은 마오쩌둥 노선을 공식 폐기하고 정책중심을 <사회주의 현대화 건설>로 전환. 초기 개혁개방의 3대 축은 1) 농촌 중심의 실리주의, 2) 경제특구 지정과 대외 개방, 3) 흑묘백묘론과 실용주의 경제정책으로 제시

개혁개방 이후 중국 제조 패러다임 변화



자료: 삼성증권

글로벌 공급망 재편 전망

미래 신성장 산업 공습

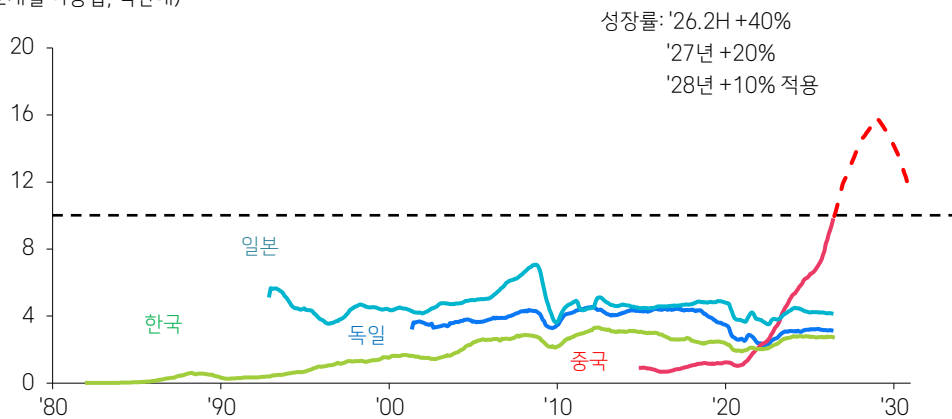
- 첨단 기술부문에서 중국이 보유한 잠재력은 자본, 내수시장, 정부정책이다. 40년에 걸친 경제 고성장 구간에서 축적한 막대한 자본력과 내수시장의 약진, 그리고 시진핑 집권 3기의 친 혁신기업 정책 전환을 기반으로 격차 축소에 나서고 있다.
- 차이나 테크의 약진을 주목한다. 지난해 중국의 하이테크 수출은 1.13조 달러로 사상 처음으로 1조 달러를 넘어섰고 하이테크 수출 비중은 올해 1분기 기준, 31.0%를 기록하며 큰 폭으로 상승하고 있다. 특히 올해 들어 전기차와 IT 부문 수출이 드라마틱하 증가하며 1~4월 전기차와 하이테크 수출 증가율은 각각 전년대비 +73.3%와 +31.3%로 전체 수출 증가율(+14.3%)을 압도하였다.
- 차이나 테크의 폭발적인 수출 확대는 미래 신성장산업의 글로벌 공급망을 재편하는 대전환점이 될 것이다.

중국의 전기차가 대표적인 사례이다. 중국의 자동차 수출은 '20년 108만대에 불과했으나 지난해 832만대로 연평균 50.4% 증가했으며 올해는 1,150~1,200만대 수출이 유력하다. 6년 만에 자동차 수출이 10.6배 증가하는 대약진을 보여주고 있다. 중국의 자동차 굴기는 신형시장과 전기차 세대교체로 이루어낸 것이다. 15.5 경제규획 기간 동안 글로벌 자동차 산업은 대대적인 구조 재편이 진행될 것이다. 중국이 비교적 단기에 자동차 수출 1위에 등극하는 동안 전통 자동차 수출 대국인 독일, 미국, 일본 등 레거시 자동차 업체의 시장 점유율은 상대적으로 견조하게 유지된 바 있다. 중국이 자동차의 메인 스트림이 아닌 신시장(신형국과 전기차)을 공략했기 때문이다. 이제 전기차의 글로벌 Majority 구간에 진입하고 있다. 중국은 전기차 세대 교체를 통해서 신형시장에서 압도적인 시장 지배력을 구축하였고 EU의 전기차 상용화 단계에서 급격한 점유율 확대를 동반할 것이다. '24년 Top-10 국가의 자동차 수출량 2,390만대를 감안할 때 1~2년내 중국의 자동차 수출 점유율은 50%를 돌파하고 '30년까지 해외 생산기지 비중을 30~40%로 확대해 나갈 것이다. 글로벌 자동차 공급망의 대변화가 불가피하다.

15.5 경제규획에서 중국 정부가 선정한 9대 미래산업과 8대 전략적 신형산업을 살펴보면 글로벌 공급망 재편의 범위는 차이나 테크로 확대된다. 중국의 기술력과 상용화 단계를 감안할 때 차이나 테크의 확장성은 AI 반도체/장비, 휴머노이드, 자율주행, 우주항공과 바이오 산업에서 돋보일 가능성이 높다.

올해 중국 자동차 수출 사상 최초 1천만대 돌파 예고, 글로벌 자동차산업 재편 가속될 전망

(12개월 이동합, 백만대)



참고: '26년 5월 기준

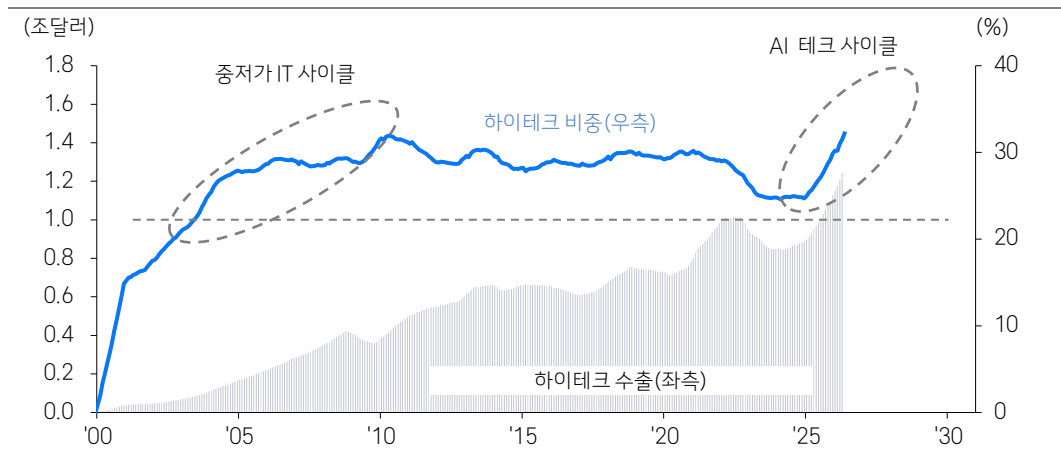
자료: CEIC, 삼성증권 추정

5대 전략 산업 글로벌 경쟁력 비교

경쟁력 순위 (중국 위치)	AI	반도체	바이오	배터리	로보틱스
	2위	5위	2위	1위	2위
1	US: LLM, 시장규모 1위	US: 설계, 장비, IP 강점	US: 파이프라인, 기초 1위	China: Capa, 매출 압도적 1위	US: AI SW 강점
2	China: 논문, 특허, 데이터 1위	대만	China: 임상, CRO, 데이터 1위	캐나다	China: 설치대수, 부품 1위
3	싱가포르	한국	EU	US	EU
4	영국	일본	일본	독일	일본
5	프랑스	China: 시장, 전력, 패키지 강점	영국	한국	한국

자료: AI = Tortoise index / 바이오 = Belfer CETI / 로보틱스 = IFR, Yole / 반도체 = 설계, 생산, 장비 점유율 / 배터리 = 생산량, 기술력, 정책지원 기준

차이나 테크 수출 1조 달러 돌파



참고: '26년 5월말 기준
자료: CEIC, 삼성증권

포스트 미중분쟁

다극화와 글로벌 공급망 재편

- 미중 분쟁이 정점을 통과하고 있다.

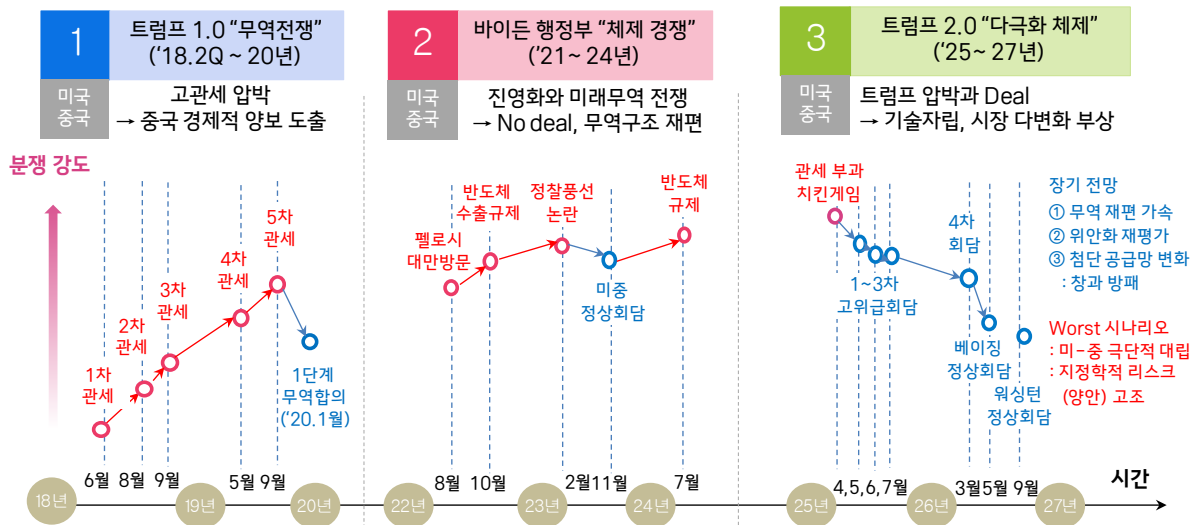
5월 트럼프 대통령과 시진핑 주석의 정상회담은 온건한 수준의 <무역 합의>, 즉 미니 데탕트로 매듭지어졌다. 5.14 미-중 정상회담은 미-중 관계의 역학 변화를 확인시켜준 계기로 볼 수 있다.

'18년 트럼프 1기 미중 무역분쟁은 미국의 천문학적인 대중 무역적자를 기반으로 트럼프의 공격적인 관세 정책으로 1차 미중 무역합의가 도출된 바 있으나 8년에 걸친 미-중 분쟁 기간 동안 시진핑 지도부는 脫 미국으로 대응하였다. 아세안/BRICs, 중동/아프리카와의 경제적 결합을 강화하고 미국 단극 체제에 대한 결속력이 약한 프랑스, 독일과 경제협력을 확대하는 데 집중한 결과, 미국에 대한 수출 비중은 절반으로 감소('17년 19.1% → '26년 1분기 9.9%)되었고 신흥국 수출 비중은 33.1%에서 44.4%로 증가하였다.

- 포스트 미-중 분쟁의 구도는 다극화 체제와 글로벌 공급망 재편으로 요약될 것이다. 미-중 양국은 9.24일 워싱턴 정상회담이 예고되어 있다. 당사는 위안화 강세와 첨단 산업의 글로벌 공급망 변화를 주목하고 있다. 먼저 위안화 환율은 점진적인 강세 사이클이 이어질 것으로 예상한다. 중국 정부는 위안화 국제화와 지난해 경상수지 흑자 7,350억 달러에 달하는 풍부한 달러 유동성을 감안할 때 점진적인 위안화 강세를 용인할 가능성이 높다. '15년 위안화 시장화 조치 이후 위안화 환율 밴드는 6.2~7.3위안/달러였다. 위안화 강세는 15.5 경제기획에서 제시한 중장기적인 중국 내수 활성화 정책에도 기여할 수 있다.

베이징 정상회담에서 트럼프 대통령은 미국의 반도체 산업 등 첨단산업 규제를 완화할 수 있음을 보여주었다. 미국의 대중국 고립정책이 중국의 국산화 촉진, 미국 제품의 중국 시장 점유율 하락으로 이어지자 미국 기업의 이익을 보호하기 위해 『첨단산업 규제 완화』에 나서는 것이다. 미국의 경제적 요구사항이 관철된다면 트럼프 대통령은 반도체, 바이오 등의 규제를 점차 완화할 가능성이 높다. 미-중 양국은 관세 인하와 함께 지나치게 위축된 양국 무역의 회복에 나서기 시작하였다. 미-중 미니 데탕트 기조가 이어질 경우 중국의 對美 수출 비중은 중기적 관점에서 15% 내외까지 상승할 공간이 충분히 남아있다.

미-중 분쟁 경과와 향후 전망



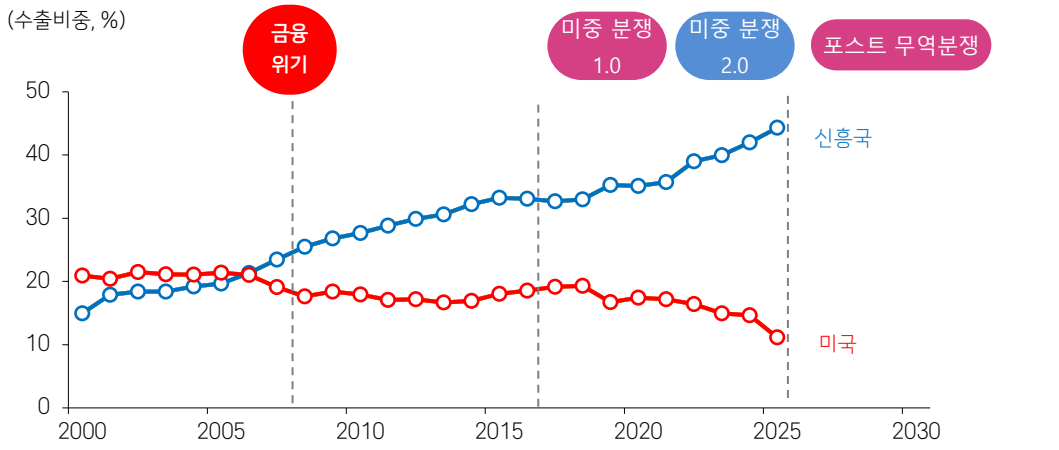
자료: 삼성증권 정리

드라마틱한 중국 무역구조 변화

수출비중 (%)	'17년 *미중분쟁	'25년 *트럼프 2기	'26,1Q	'25년 수출액 (십억 달러)	'17~25년 CAGR (%)
미국	19.1	11.1	9.9	420.3	(0.4)
EU	16.5	14.9	15.1	560.2	5.2
한국+ 대만 + 일본	12.6	10.2	10.8	385.6	2.9
소합	48.3	36.2	35.8	1,381	
아세안	12.5	17.7	18.0	666.3	11.3
BRICS+남미	10.8	14.2	14.0	536.9	10.4
중동 + 아프리카	9.8	12.8	12.4	483.8	10.2
소합	33.1	44.7	44.4	1,687	
홍콩	12.5	11.6	10.1	337.1	2.2
합계				3,770.60	6.6

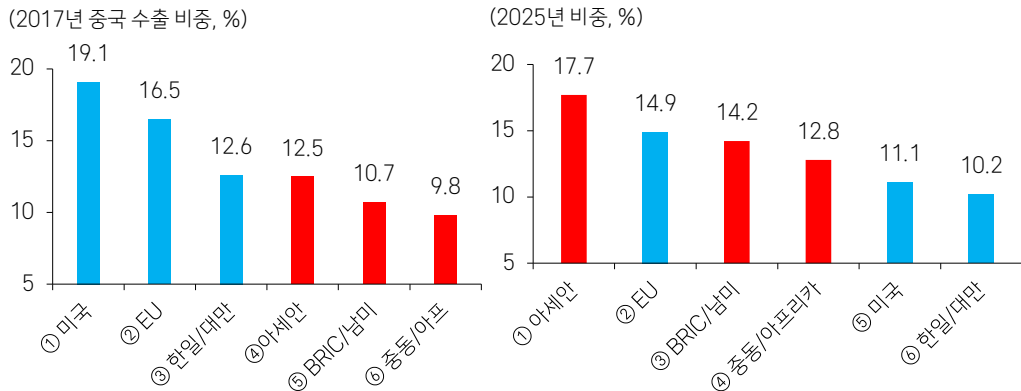
자료: CEIC, 삼성증권

중국 수출 다변화 완성 단계



자료: CEIC, 삼성증권

다극화 환경 속 미-중 무역 회복 관심



자료: CEIC, 삼성증권

Strong 위안

• 올해 상반기 위안화 강세가 이어졌다. 6월 12일 역외 위안화 환율은 6.76위안/달러로 23년 2월 이래 최고 점을 기록하였다. 위안화 환율은 지난해 트럼프 대통령 취임 이후 4.2% 절상 추세로 전환된 데 이어 올 들어 3.3% 절상되었다. 1차 미-중 무역분쟁('18.3월~ 19년 말) 시점에 트럼프 대통령의 고관세 부과 이후 중국은 위안화의 13% 절하로 대응한 바 있는데 트럼프 2기의 위안화 정책은 "강세 용인"으로 전환되었다. 당사의 위안화 기본 시나리오는 점진적인 강세 유지이다. 중국 정부의 『위안화 가치에 대한 재조정』으로 해석할 수 있는데 중국의 환율정책은 (I) 이중환율정책(1977~93년) → (II) 3환율통합, 고정환율제('94.1월) → (III) 4관리변동환율제('05.7월) → (IV) 위안화 시장화('15.8월~ 현재)의 4단계를 거쳐 위안화 국제화 Stage로 진입하는 것이다. 점진적인 위안화 절상은 중국 정부가 중장기 과제로 추진하고 있는 위안화 국제화 관점과 내수 시장 활성화에 기여하는 추세가 될 수 있다.

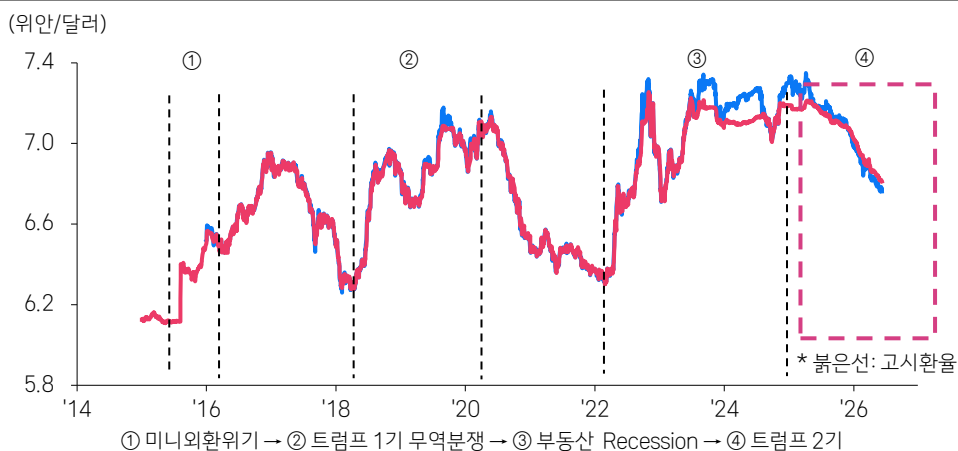
중국의 막대한 무역흑자와 경상수지 흑자 기조가 이어지고 있어 달러 유동성 환경은 매우 유리한 국면에 있다. 해외 수출기업의 달러 보유잔고가 1.5~2조 달러로 추산되고 있는데 당분간 경상수지의 대규모 흑자가 유지되고 중국 자본시장 개방 확대가 이루어진다면 15.5 경제규획 기간 달러 강세기조가 충분히 이어질 수 있다. 위안화 환율 조정의 강도는 '05년 관리변동환율제 사이클에 가까울 것이다. 중국 정부의 2035년 기술자립, 산업 고도화, 내수확대가 차질없이 진행된다면 가정하에서 위안화의 레벨은 15.5 경제규획 기간 10% 내외 절상(6.2~6.8위안/달러), 16.5 경제규획 기간 5.8~6.2위안/달러를 상정할 수 있다.

위안화 환율정책의 변화, 위안화 국제화

시기	환율 정책	위안화 추이
1950~ 72년	• 계획 환율제도	• 달러당 2.46위안 고정
1977~ 85년	• 이중 환율제도	• 달러당 1.5~2.0위안, 점진적인 위안화 절하
1986~ 93년	• 이중 환율제도	• 89년말 3.7위안 → 93년말 5.8위안, 57% 절하
1994~ 05년	• 환율 단일화, 고정환율제	• 위안화 가치 재산정(50% 절하), 8.7위안 고정
2005~ 15년	• 관리변동 환율제	• 점진적 위안화 강세 용인, 8.3 → 6.1위안, 27% 절상
2015~ 25년	• 위안화 시장화	• 위안화 국제화, 달러당 6.2~7.3위안 밴드 유지
2026~ '30년	• 점진적인 위안화 절상 용인	• 중기적 위안화 밴드 6.2~6.8위안/달러 전망

자료: 삼성증권 정리

중국 위안화 Dynamics, 완연한 강세 사이클



참고: '26년 6월 15일 기준
자료: CEIC, 삼성증권

³ 환율통합, 고정환율제: 94년 초 환율개혁으로 공식환율과 시장환율을 통합하고 위안화 가치 재산정으로 50% 절하된 8.7위안/달러로 고정
⁴ 관리변동환율제: 막대한 무역흑자 발생, 선진국의 요구로 '05년 관리변동 환율제로 변경 후 27% 절상 허용

차이나 인바운드 붐

하반기, 더 큰 기대

Dual drivers, 한일령과 위안화

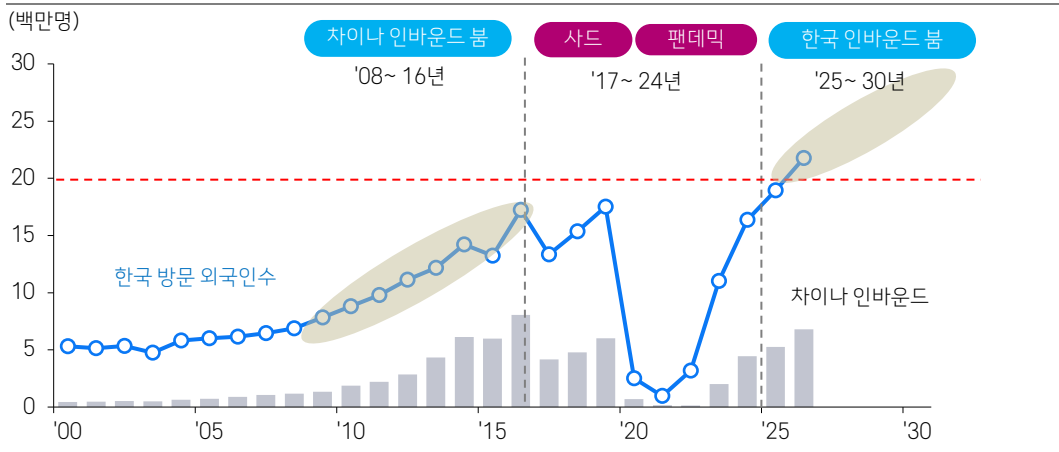
- 올해 “유커의 귀환”이 뜨거웠다. 1~4월 중국의 한국 방문객수는 193.5만 명으로 전년 동기 대비 30.5% 기록하며 팬데믹 이후 가장 큰 폭의 증가세를 보여주었다. 하반기에도 차이나 인바운드 호황이 이어질 것으로 예상된다. '26년 한국의 중국인 방문객수는 전년 대비 30% 증가한 6.8~7백만 명을 기록하며 글로벌 1위를 차지할 것으로 전망되는데 이러한 차이나 인바운드 붐은 ① 한일령 반사 효과, ② 단체여행 비자면제 프로그램, ③ 위안화 초강세라는 세 가지 영향을 반영하는 것이다.

첫째, 한일령 반사효과. 중국인의 해외여행 시장이 급변하고 있다. 일본은 1~4월 중국인 방문객은 140.4만 명에 그쳐 역대 최고치를 기록한 지난해 대비 55.1% 급감하며 정치적 갈등이 야기하는 한일령의 영향이 본격적으로 반영되기 시작하였다. 1~4월 중국 해외여행 수요에서 한국은 '14년 이후 12년 만에 글로벌 1위를 차지하였다. 중국 해외여행은 한국과 일본, 태국과 베트남이 각각 경쟁과 보완관계에 있어 지경학적 위험이 발생하면 최근접 국가가 직접적인 영향을 받는 구조이다. 올 상반기 한국의 중국 인바운드 증가율은 Top-4 국가(태국 +15.7%, 베트남 -5.1%) 중에서 압도적으로 높게 나타나고 있다.

둘째, 단체여행 비자면제 프로그램. 지난해 하반기 중국 단체여행 비자면제 정책(25년 9월 29일~ 26년 6월말)이 시행되면서 단체 여행이 증가하고 있다. 한일령 이후 단절되었던 중국 단체여행 비중은 지난해 1분기 8.6% → 4분기 16.5%까지 상승하였다. 중국 단체여행 비자 면제 프로그램 연장이 유력한 가운데 사드 제재 이전 단체여행 비중이 38.4% 수준임을 감안하면 올해 단체 여행비중은 20%를 상회할 것으로 예상된다. 문체부는 중국 패키지 관광 정상화시 단체 여행이 40% 증가할 것으로 추정하고 있다.

셋째, 위안화 초강세. 위안화 환율의 초강세가 이어지고 있다. 위안화 강세, 원화 약세 조합이 결합되면서 6월 15일 현재, 224.3원/위안으로 '10년 이후 평균 환율 대비 26.0% 절상되며 사상 최고치를 연일 경신하고 있다. 중국의 풍부한 달러 유동성과 미-중 미니 데탕트 국면을 감안할 때 위안화 강세기조가 더 이어질 것으로 전망한다. 위안화 강세는 해외여행 수요 확대와 중국 여행객의 구매력을 강화시키는 요인이다. 지난해 위안화 환율 4.2% 강세 구간에서 중국 해외여행은 15.1% 증가한 바 있다.

사상 최고의 한국의 인바운드 붐, 2천만 명 돌파 전망



자료: 한국관광공사, CEIC, 삼성증권

차이나 인바운드 경제적 효과, 소비지출 116억 달러 전망

- 인바운드의 경제적 효과는 방문객수(Q)와 인당 소비금액(P)에 의해 결정된다.

올해 중국 여행객의 소비지출 규모는 110억 달러를 초과할 것으로 추정된다. 한일령 발동 이후 한국의 중국 방문객수 증가와 위안화 강세가 동반하는 구매력 확대, 이 두 가지 요인을 감안할 때 '25년 소비지출 규모 85억 달러 대비 35.7% 증가한 116억 달러에 달할 수 있다.

해외여행 산업은 정치, 문화적 이슈로 인해 소비 절벽이 발생할 경우 해당 국가에 대한 방문객 정상화는 장기적인 시간이 소요되고 대체 국가로의 소비자 이동은 1~2년에 걸쳐 점진적인 형태로 나타난다. 중-일 관계의 급전환이 발생하지 않는 한 올해 중국의 일본 여행객 400~450만 명의 근거리 해외여행 수요 변화가 불가피하다. 다만, 소비패턴의 변화와 함께 교통 인프라 구축에 소요되는 시간을 감안할 때 한일령 장기화에 따른 반사효과는 내년까지 230만 명으로 추산된다.

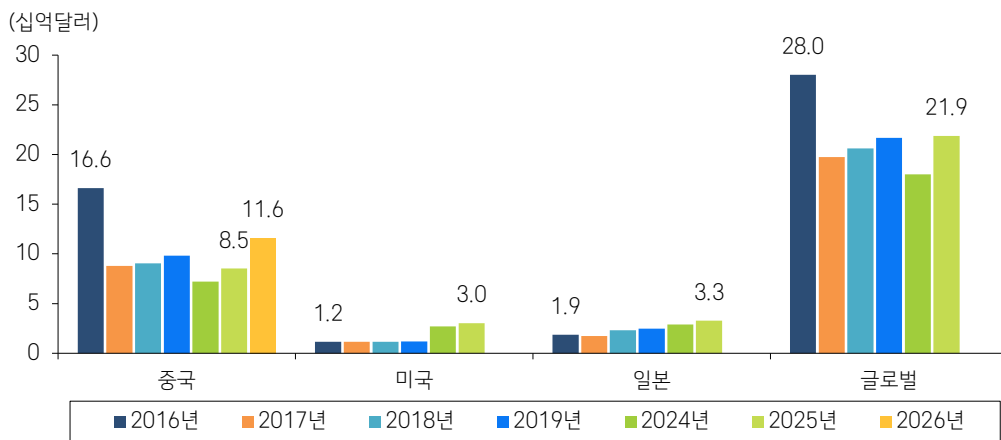
팬데믹 이전('15~ '19년) 중국 여행객의 인당 평균 소비지출액은 2,001달러로 한국 입국자 평균(1,480달러) 대비 35.2% 높은 구매력을 발휘해왔다. 리오프닝 이후 중국 여행객의 소비패턴이 개인화, 경험을 중심으로 한 패턴으로 전환되었으나 최근 위안화 초강세가 진행되면서 쇼핑 장소에서 백화점이 차지하는 비중이 상승('25년 백화점 쇼핑 비중 32.0%)하고 있어 올해 인당 소비지출 규모는 전년 대비 5~10% 증가할 것으로 예상된다. 경제적 효과를 보수적으로 추산하기 위해 5% 증가율을 기준으로 적용하였다.

'26년 차이나 인바운드 경제효과 추산

소비지출 규모: 116억 달러 = ① 방문객수(Q) * ② 1인당 소비지출 규모(P)

- ① 방문객수 = 6.8백만 명, '25년 차이나 인바운드(5.3백만 명) * 30% 증가(1~4월 증가율)
* 17년 한일령 사례: 일본 차이나 인바운드 '16년 6.3백만명 → '17년 7.4백만명 → '18년 8.4백만명
- ② 1인당 소비지출 = 1,700달러, '25년 1인당 소비지출 1,620달러 * 5% 증가
* 최근 1년 원화 대비 위안화 18.6% 절상

한국, 주요국가 인바운드 소비지출 규모 변화



참고: '25~'26년은 삼성증권 추정치
자료: 한국관광공사, CEIC, 삼성증권

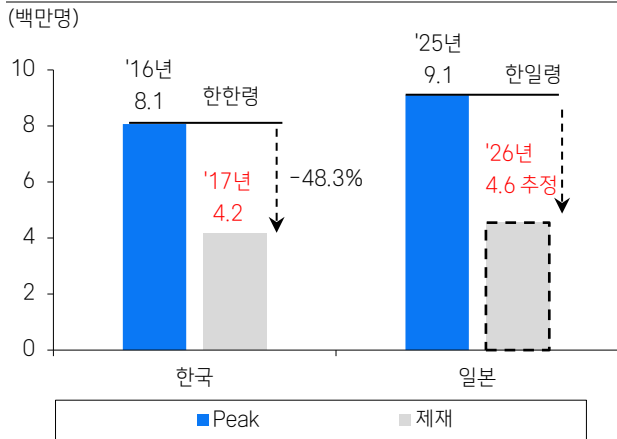
- 수혜 업종: 『유통, K뷰티 등 수혜』** 올해 한국을 찾는 해외 여행객이 사상 최초로 2천만 명을 돌파하면서 차이나 인바운드 붐의 수혜는 유통, K뷰티, 문화 콘텐츠 등으로 확산될 것이다. 한국 유통산업은 인바운드 붐의 최대 수혜가 예상된다. 중국 여행객의 백화점 매출이 급증하면서 백화점의 외국인 매출/수익 증가가 본격화되고 있다. K-뷰티/헬스케어는 폭발적인 수요증가가 나타나는 부문으로 지난해 중국인 환자수는 62만 명(전년대비 +137.5%)으로 급증하였고 강력한 성장 모멘텀이 지속되고 있다. 화장품·생활용품은 브랜드 파워의 재편과정에 있다. 팬데믹 이후 중국의 개인화 소비가 강화되면서 중저가 인디 브랜드와 기능성 화장품(코스메슈티컬) 선호도가 큰 폭으로 상승하고 있다. 중국 현지 생산 및 한국형 트렌드 제품 공급에 우위에 있는 ODM 기업과 인디 브랜드 기업의 수혜가 지속될 것으로 예상된다.

차이나 인바운드 붐 경제적 효과

구분	인바운드 효과	26년 전망
I. 유통: 백화점	<ul style="list-style-type: none"> 백화점: 외국인 매출/수익 기여도 증가 '26년 1Q 한국 백화점 외국인 매출 비중 4~7% 	<ul style="list-style-type: none"> '26년 백화점 외국인 매출 증가율 +50% 기존 백화점 성장률 2.5~3.5%pt 상승
II. K-뷰티, 헬스케어	<ul style="list-style-type: none"> 화장품, 리테일 스토어 중심 인디 브랜드 매출 증가 K-헬스케어, 중국의 미용/성형 수요 고성장 	<ul style="list-style-type: none"> 유커 한국 화장품 구매 3조원 돌파 전망 고가 미용/성형 수요 70~80만 입국 예상
III. 문화 콘텐츠	<ul style="list-style-type: none"> 한국 문화 콘텐츠 수요 확대 효과 	<ul style="list-style-type: none"> 한한령의 추가 완화 주목

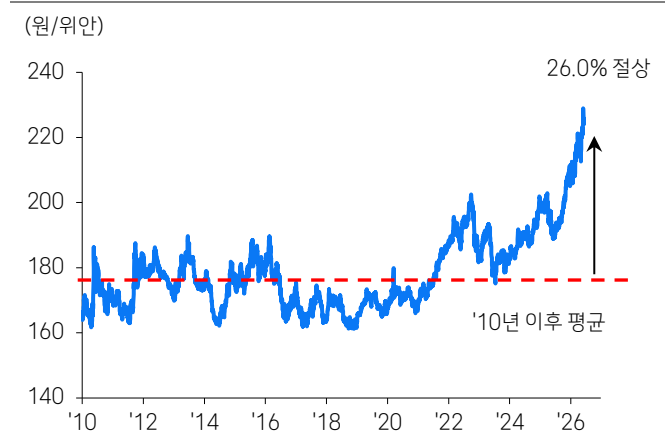
자료: 삼성증권 정리

한일령 반사 효과, 2.3백만명 추산



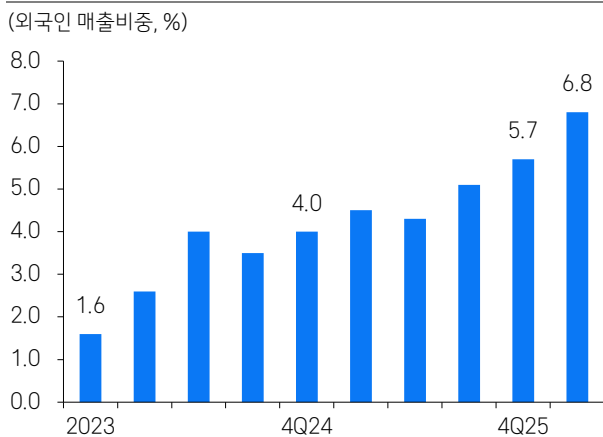
자료: CEIC, 삼성증권

역사적인 위안화 초강세



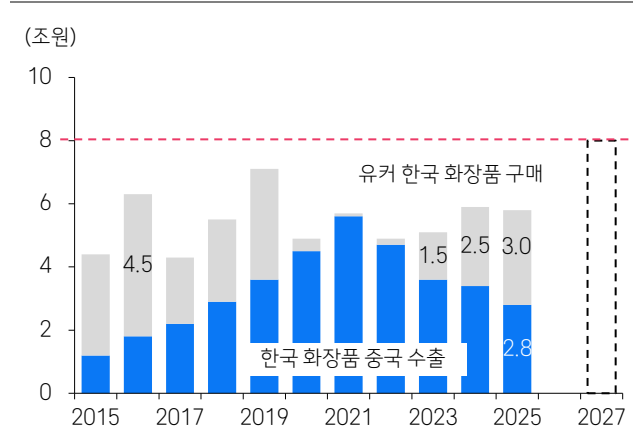
자료: CEIC, 삼성증권

신세계, 외국인 매출 신세계 진입



자료: 신세계, 삼성증권

유커의 화장품 구매, 화장품 수출을 넘어서다



자료: CEIC, 삼성증권

Chapter 3. 주식시장 전망 편더멘털 리바운드

Slow bull market에서 찾는 투자 기회

하반기 Key call

- 하반기 중국 주식시장 투자 아이디어로 다음과 같은 세 가지를 제시한다.

첫째, Slow bull market. 하반기 상해지수와 홍콩H의 지수 밴드는 각각 3,800~ 4,500pt와 8,000~ 12,000pt로 제시한다. 당사는 중국 주식시장의 10년 장기 침체장이 종료되었고 점진적인 지수 상승 구간에 진입했다고 생각한다. 중국 증시에 대한 긍정적인 전망은 대내외 리스크 완화와 편더멘털 리바운드를 기반으로 하는 것이다. 5~6월 대외 불확실성의 완화 시그널이 긍정적이다. 하반기 중국 주식시장의 기회요인으로 1) 편더멘털 리바운드, 2) 정부정책 모멘텀, 3) AI 테크 사이클, 이 세 가지를 제시한다.

둘째, K형 디커플링 장세. 하반기 중국 주식시장의 흐름은 본토와 테크주가 주도하는 디커플링 장세가 이어질 것이다. 이는 실적 모멘텀과 유동성 유입에서 발생하는 괴리이다. 올해 상장기업의 EPS 증가율 전망치는 CSI300(+20.3%) > 상해(+17.2%) > 홍콩H(4.9%) 순으로 제시되고 있으며 연초 이후 눈높이 상향 조정은 본토 주식시장과 테크에서 강하게 이루어지고 있다. 상반기 외국인 순매수 또한 테크주로의 쏠림 현상이 명확하다. 1분기 기준, North-bound 외국인 순매수 상위 10종목의 매수 규모는 1,134억 위안에 달하였으며 마오타이를 제외한 9종목이 테크주로 채워졌다.

셋째, 포트폴리오 키워드, 『① P(가격 회복) Play, ② 병목(Bottlenecks), ③ 상용화(Monetization)』 중국의 PPI 회복은 에너지, 소재, 친환경 밸류체인의 실적 회복을 견인할 것이다. 더불어 15.5 경제규획의 적극적인 첨단제조 육성정책과 미-중 미니 데탕트는 차이나 테크의 긍정적인 요인이다. 치열한 글로벌 AI 경쟁에서 실적 고성장의 기회를 얻고 있는 AI Bottleneck 밸류체인(반도체, 소재, 전력망)과 본격적인 상용화 단계에 진입한 로봇틱스, 자율주행, 우주항공/바이오투를 최우선 섹터로 제시한다. 하반기 차이나 AI 테크주의 공격적인 IPO 사이클도 차이나 테크주의 상승 모멘텀을 지지할 것으로 생각한다.

하반기 중국 주식시장 Key call

1	투자 의견	<ul style="list-style-type: none"> • 점진적 지수 상승 전망(Slow bull market), 본토 증시와 차이나 테크 선호 • 상해밴드: 3,800~4,500pt / 홍콩H 8,000~12,000pt * 지수 상단 12개월 Forward P/E 상해종합 15.8배, 홍콩H 11.6배
2	정부 정책/ 편더멘털	<ul style="list-style-type: none"> • 매크로 점검: 완만한 편더멘털 회복 구간, 기업이익 전망치 상향 주목 • 정부정책: (1) 통화완화 (2) 재정확대: 산업/데이터센터, 전력망, (3) 공급개혁 3.0 * 하반기 중 내수 수요와 부동산 경기 바닥통과가 중요
3	유동성 점검	<ul style="list-style-type: none"> • 본토 증시 머니 무브, ETF 중심 성장세: 1분기 가계예금 172조 위안 돌파 • 지정학적 리스크 완화시 홍콩 증시 유동성 유입 가능
4	포트폴리오 전략	<ul style="list-style-type: none"> • P(가격 회복) Play: 에너지·소재·친환경 밸류체인 • AI Bottlenecks: 반도체(신규 상장 예정 CXMT, YMTC), 차이나 반도체 ETF, 전력망 • AI+ Usage: 휴머노이드, 자율주행, 바이오, 우주항공

자료: 삼성증권

Slow bull market

펀더멘털 리바운드

- 하반기 중국 주식시장의 점진적인 상승을 예상한다. 상해지수와 홍콩H의 1차 상단밴드는 각각 4,500pt와 10,000pt이다. 중국 증시에 대한 긍정적인 전망은 대내외 리스크 완화와 펀더멘털 리바운드를 기반으로 하는 것이다. 하반기 중국 주식시장의 기회요인으로 1) 펀더멘털 리바운드, 2) 정부정책 모멘텀, 3) AI 테크 사이클, 이 세 가지를 제시한다.

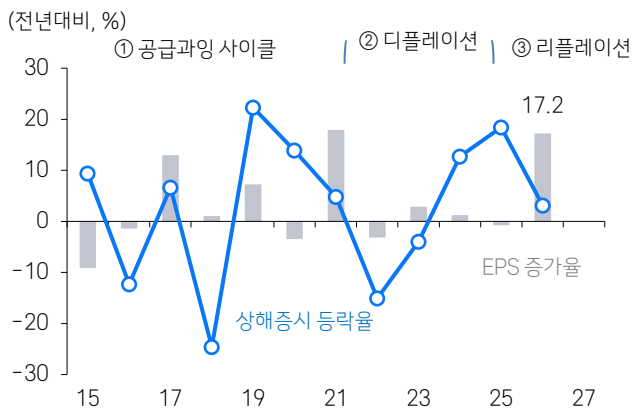
- **기회 요인:** 먼저, 펀더멘털 관점에서 중국 본토 상장기업의 실적 회복을 주목해야 한다. '15년 유동성 버블 붕괴 이후 공급 과잉 위험과 장기 경기침체로 인해 상해증시의 EPS 증가율은 '15~'19년 평균 +2.2%, '20~'25년 평균 +2.4%에 불과하였으나 올해는 인플레이션과 테크 투자 확대에 의해 상해증시와 CSI 300의 EPS 증가율 전망치는 +17.2%, +20.3%로 최근 10년 래 최고 수준이 예상되고 있다. 중국 내수/부동산 부진이 시장 전체의 실적개선에 장애가 되고 있으나 하반기 소비와 부동산 지표가 바닥을 통과할 것으로 예상되어 내년 중국 주식시장의 견조한 EPS 증가가 가능할 것으로 기대된다.

둘째, 15.5 경제규획이 시작되면서 정부정책 모멘텀이 강하게 작동할 것이다. 경기부양 강도가 낮아진 반면에 산업정책이 강하게 작동할 것이다. 반 내권화로 대표되는 공급 개혁 3.0과 신성장 산업에 대한 육성전략, 대형 인프라 투자확대(전력망, 데이터센터)가 대표적인 산업정책에 해당된다.

셋째, 차이나 AI 테크 투자 사이클이 계속될 것이다. 지난해 초 딥시크 모멘트 이후 정부의 혁신 생태계 전략과 맞물려서 민간부문의 적극적인 테크 투자경쟁이 시작되었다. 중국의 첨단제조 국산화 전략으로 AI 생태계는 다시 한번 포화경제의 시기로 진입하였는데 하반기에는 차이나 반도체와 휴머노이드를 대표하는 기업의 IPO가 예고되어 있어 AI 테크 부문의 주식시장 관심도가 높게 유지될 것으로 생각한다.

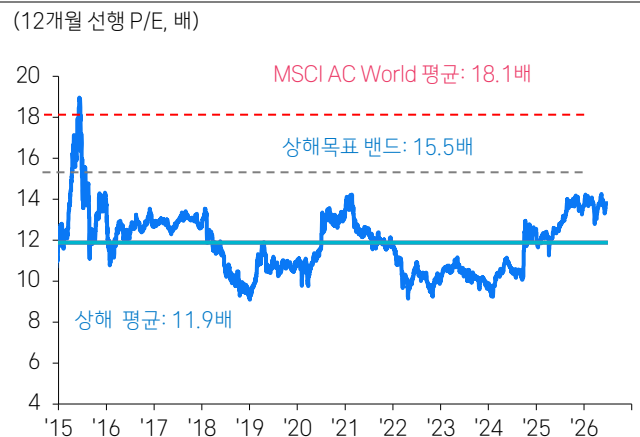
- **위험요인:** 올해 중국 경제의 하향 리스크는 팬데믹 이후 가장 낮은 수준으로 평가된다. 20년 팬데믹, '21년 주택시장 침체, '22년 코로나 봉쇄, '23년 글로벌 교역 둔화와 디플레이션 압력 확대, '24~'25년 미-중 무역분쟁과 제조업 공급 과잉 우려 등 중국 경제는 다양한 위험 요인에 시달려 왔다. 지난 5월 미-중 양국이 무역분쟁의 잠정적인 봉합에 합의하였고 중국 정부가 제조업 공급 과잉을 관리하기 시작하였다.

상해증시, 5년 만의 실적 턴어라운드



자료: Wind, Refinitiv, 삼성증권

장기 베퍼마켓 종료, 상해 밸류에이션 리레이팅 전망



자료: CEIC, 삼성증권

디커플링 장세

본토와 차이나 테크

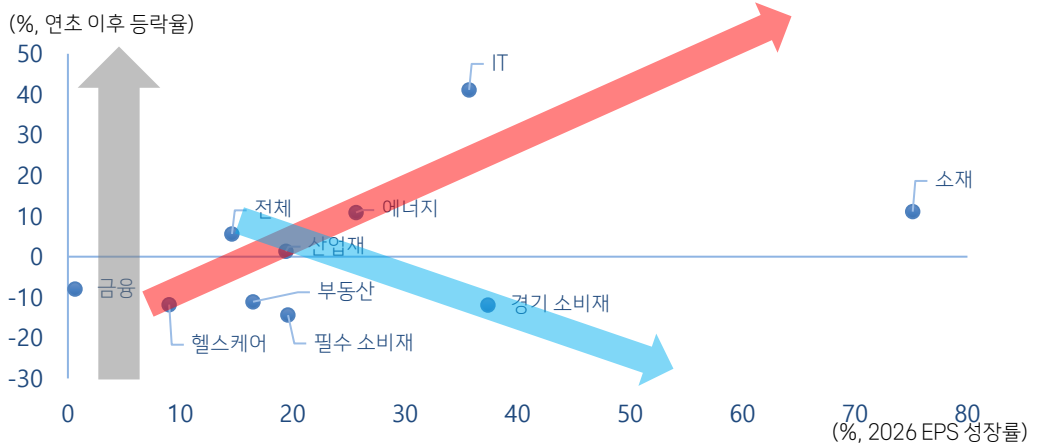
- 상반기 중국 주식시장은 보험권의 등락세로 마무리되고 있다. 6월 17일 기준 상해증시와 홍콩H지수는 각각 +3.5%, -8.6%를 기록하였는데 내수/부동산 지표부진과 이란 사태의 불확실성 확대에 의한 가격 조정 기간 동안 기술주와 소비주의 디커플링 장세가 확대되었다. 연초 이후 IT섹터가 +41.4%, 에너지, 소재 섹터가 각각 10.9%와 11.1%로 주식시장을 아우터폼한 반면에 경기 소비재와 필수 소비재는 각각 -11.9%와 -14.4%의 부진한 흐름을 보여주었다.
- **K형 주가 차별화:** 하반기 중국 주식시장은 본토와 테크주가 주도하는 디커플링 장세가 강화될 것이다. 이는 실적 모멘텀과 유동성 유입에서 발생하는 괴리이다. 올해 상장기업의 EPS 증가율 전망치는 CSI300(+20.3%) > 상해(+17.2%) > 홍콩H(4.9%) 순으로 제시되고 있으며 섹터별 이익전망의 경우, 인플레이션에 따른 가격 상승 수혜가 예상되는 Up-stream 섹터와 차이나 테크의 호조세가 예상되고 있다. 상반기 외국인 순매수 또한 테크주로의 쏠림 현상이 명확하다. 1분기 기준, North-bound 외국인 순매수 상위 10종목의 매수 규모는 1,134억 위안에 달하였으며 마오타이를 제외한 9종목이 테크주로 채워졌다.

섹터별 실적 전망과 주가 등락율

구분	실적		밸류에이션 12월 Forward P/E (배)	주가 등락율 연초 이후 (%)
	25년 EPS 증가율	26년 EPS 증가율		
전체	(3.4)	14.6	11.6	5.6
에너지	(16.7)	25.6	10.6	10.9
소재	31.5	75.1	11.7	11.1
산업재	(9.7)	19.4	12.8	1.3
경기소비재	(36.8)	37.4	14.3	(11.9)
필수소비재	(13.0)	19.6	15.8	(14.4)
헬스케어	71.4	9.0	25.6	(11.8)
금융	7.6	0.6	6.2	(8.0)
IT	55.9	35.7	28.6	41.1
유틸리티	2.6	(1.1)	10.9	10.5
부동산	(23.9)	16.5	14.1	(11.1)

참고: '26년 6월 18일 기준
자료: Bloomberg, Wind, 삼성증권

실적과 연계된 디커플링 장세



참고: '26년 6월 18일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

주요 증시 밸류에이션 및 실적 전망

구분	밸류에이션 (배)		EPS 성장률 (%)		
	Fwd PE	Fwd PB	'25년	'26년	26년 연초 예상
S&P500	20.8	4.8	13.5	24.2	15.6
MSCI ACWI	18.0	3.4	10.2	26.4	14.7
MSCI 신흥	12.2	2.2	10.5	57.2	18.2
MSCI 중국	11.5	1.3	(3.2)	13.7	12.7
상해종합	13.8	1.3	1.6	17.2	8.9
CSI300	14.7	1.7	9.7	20.3	10.6
홍콩H	9.6	1.0	(0.2)	4.9	2.8

참고: '26년 6월 18일 기준

자료: 12개월 FwdP/E는 Bloomberg, EPS 성장률은 LSEG Workspace, 삼성증권

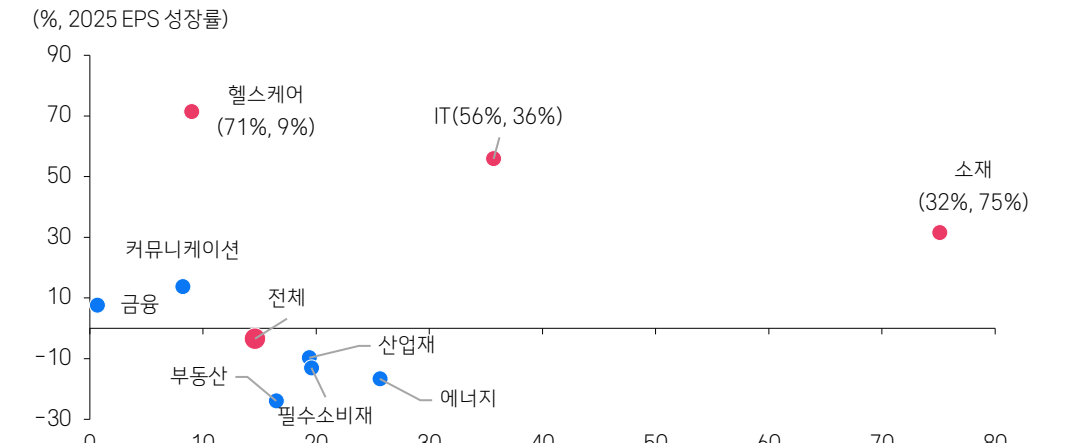
South-bound 외국인 순매수 Top-10

No	Symbol	Sector	소구분	Name	보유금액 (십억위안)	순매수 규모 (십억위안)
1	300750.SZ	산업재	배터리	CATL	305.8	51.5
2	300394.SZ	IT	광통신	TFC	16.7	11.1
3	600519.SH	필수소비재	백주	KWEICHOW MOUTAI	85.2	9.4
4	300502.SZ	산업재	광모듈	EOPTOLINK	24.9	7.7
5	600522.SH	산업재	전력망	ZTT	11.6	7.3
6	300308.SZ	IT	광통신	Zhongji Innolight	44.1	6.4
7	002028.SZ	산업재	전력설비	SIEYUAN	31.9	5.3
8	688012.SH	IT	반도체 소재	AMEC	20.2	5.1
9	002602.SZ	IT	소프트웨어	Century Huatong	9.0	5.0
10	688498.SH	IT	레이저 칩	ORIGIN OF EXCELLENCE	6.0	4.7
합계					555.3	113.4

참고: '26년 1분기 기준

자료: Wind, 삼성증권

섹터별 이익 전망치 비교



참고: '26년 6월 18일 기준

자료: Refinitiv, 삼성증권

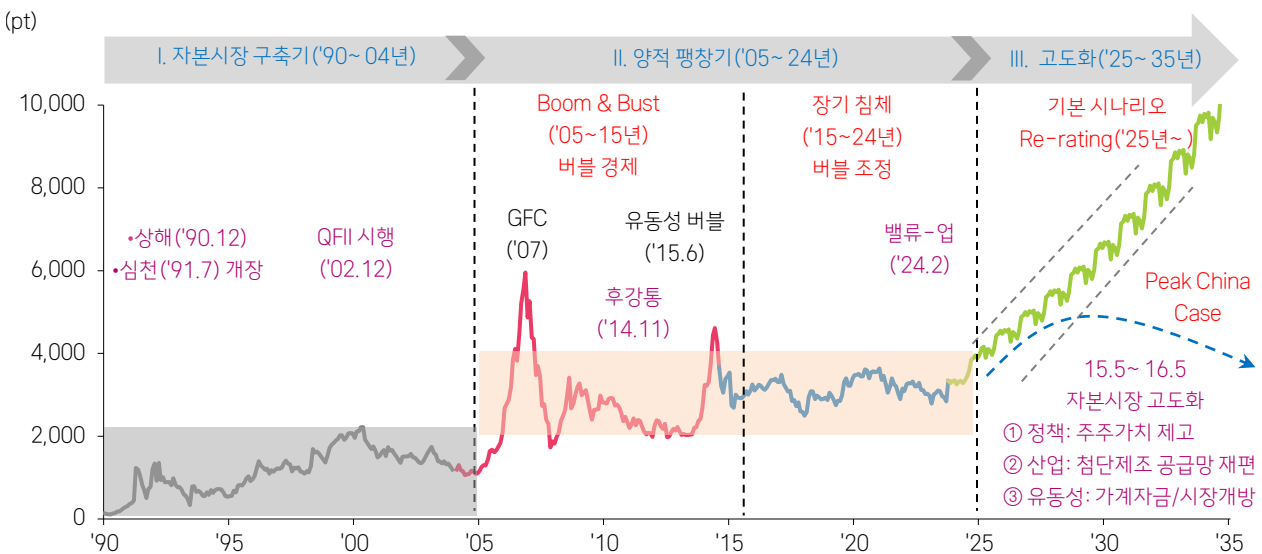
중장기 전망

자본시장 Re-rating

- 당사는 중국 주식시장의 10년에 걸친 장기 침체장은 종료되었다고 생각하고 있다.
- 중국은 (I) 자본시장 구축기('90~05년) → (II) 양적 팽창기('06~24년)를 거쳐 (III) 자본시장 고도화('25~ 35년)에 진입하고 있다. 신흥 주식시장이 폭발적인 시가총액 증가 구간에서 경제 고성장에도 불구하고 <지수 정체> 현상을 동반하는 것은 주식 공급 확대와 부채 문제가 제기되기 때문이다. 중국 주식시장은 '07년 금융위기, '15년 유동성 버블'의 두 차례 Boom& Bust 장세와 함께 장기 침체가 이어진 바 있다. 중국 증시의 장기침체는 <구조적인 위험>을 반영한 것이다. '06년 이후 중국의 부채에 의존한 고속성장은 제조업/부동산 공급과잉과 부채 위험을 확대시켰고 '18년 미중 분쟁과 팬데믹을 기점으로 중국은 부동산 버블붕괴와 공급과잉 제조업이 야기하는 '디플레이션의 함정'에 빠져들었다.
- 중국 증시의 상승 전환은 구조적인 개선, 즉 자본시장의 질적 개선에서부터 시작되는 것이다. 시진핑 지도부가 '2035 목표로 제시한 <경제 고도화>는 산업구조 재편과 함께 자본시장의 리레이팅이 동반되어야 한다. 중국은 15.5~ 16.5 경제계획에서 자본시장 고도화를 추진하게 될 것인데 핵심은 ① 정부 정책: 주주가치 제고(밸류-업), ② 산업: 첨단제조 공급망 재편 ③ 유동성: 중장기 가계자금/외국인 개방 확대에 있다.
- 중국 주식시장은 소비자의 자본소득 증대, 성장 기업의 직접 자금조달 채널로써 위상이 제고되었다. 중국 정부는 15.5 금융강국 건설 계획을 발표하였는데 이는 크게 (1) 현대 금융시스템 구축, (2) 고수준 대외 개방 확대, (3) 과학기술 금융 발전, (4) 금융 거버넌스 강화를 포함하고 있다. 중국 정부의 친 자본시장 정책이 강화되면서 중국 증시는 만성적인 밸류에이션 디스카운트 구간에서 벗어날 것으로 전망한다.

당사의 기본 시나리오는 15.5 경제계획 기간에 본토 주식시장의 시가총액이 명목 GDP의 100~120%에 도달하는 것이다. 자본시장 고도화 단계에서 첨단제조 중심으로 산업구조 재편이 점진적으로 이루어진다면 본토 증시의 시가총액 규모는 경제규모의 1.2배(글로벌 자본시장의 평균은 1.3배)가 적당하고 이를 상해지수로 치환해보면 '30년과 '35년 각각 8천 포인트와 1만 포인트에 해당된다.

상해증시 성장과 중장기 전망



참고: '26년 6월 18일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

하반기 포트폴리오 전략

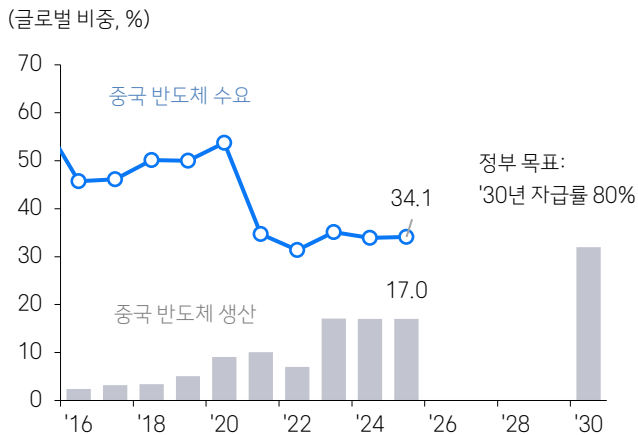
세 가지 키워드

- **하반기 포트폴리오 키워드는 『① P(가격) Play, ② 병목(Bottlenecks), ③ 상용화(Monetization)』**이다. 중국의 PPI 회복 사이클은 에너지, 소재, 친환경 밸류체인 실적 회복을 견인할 것이다. 더불어 15.5 경제계획의 적극적인 첨단제조 육성정책과 미-중 미니 데탕트는 차이나 테크의 긍정적인 요인이다. 치열한 글로벌 AI 경쟁에서 실적 고성장의 기회를 얻고 있는 AI Bottleneck 밸류체인(반도체, 소재, 전력망)과 본격적인 상용화 단계에 진입한 로보틱스, 자율주행, 우주항공/바이오패를 최우선 섹터로 제시한다. 하반기 차이나 AI 테크주의 공격적인 IPO 사이클도 차이나 테크주의 상승 모멘텀을 지지할 것으로 생각한다.

AI Bottleneck: 반도체

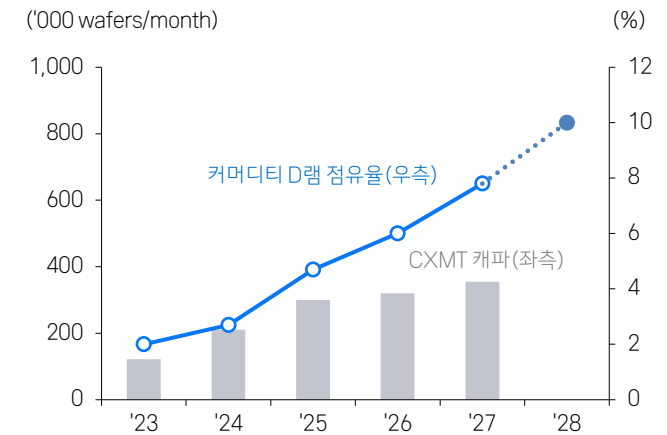
- 하반기 AI theme으로 차이나 반도체가 여전히 강한 모멘텀을 유지할 것으로 생각한다. 중국 정부는 15.5 경제계획을 시작하면서 AI 생태계 확장을 선언하였고 시진핑 주석은 3월 양회에서 AI 반도체 공급 문제 타파를 강조하였는데 '30년 반도체 생태계 육성방안은 (1) 반도체 자급률 80% 목표, (2) 중국 IC 산업 글로벌 3위권 격상, (3) 28나노 자주 통제, 14나노 안정 생산, 7나노 국산장비 초보적 완성을 골자로 하고 있다.
- 중국 반도체 시장은 지속적으로 성장해왔으나 수요와 생산의 비대칭이 여전히 크다. 중국의 반도체 수요는 '25년말 기준 2,700억 달러에 달하고 있는 가운데 미국의 대중 반도체 규제정책으로 인해 중국의 생산은 제조 2025의 국산화 목표(70%)에 크게 미달하였고 지난해 반도체 자급률은 23%에 그친 것으로 추산되고 있다. 중국의 반도체 자립은 AI 데이터센터 관련 반도체의 경쟁력 확보가 선결과제로 남아 있다. 중국은 파워 반도체(MOSFET), 성숙 공정의 파운드리, Diver IC 등은 생산량 측면에서 글로벌 선도에 위치하며 기술 경쟁력도 격차가 크지 않은 편인 반면에 AI 가속기와 5G 통신 반도체의 기술격차가 여전히 크다.
- 하반기 차이나 반도체 투자전략으로 <반도체 국산화와 AI Bottleneck 밸류체인>을 제시한다. 중국 메모리는 글로벌 선도업체 대비 기술 및 생산능력 격차가 성숙공정에서는 축소되고 있으나 첨단공정에서는 여전히 격차가 존재한다. 정부의 '30년 D램과 NAND의 중국 내수 자립도 목표는 각각 50%와 70%이다. 중국 반도체 공급망 내 글로벌 경쟁력이 입증된 장비업체, 공급망의 병목구간에 있는 HBM 메모리, 차세대패키징, AI 가속기 분야 경쟁력의 성장이 계속될 것이다. 하반기 차이나 반도체 기업의 IPO는 반도체 밸류체인의 주가 모멘텀에 긍정적인 요인이 될 것이다.

중국 반도체 자급률 매우 저조, 수요와 생산의 비대칭



자료: WSTS, 언론보도, 삼성증권

중국의 희망, CXMT 성장 주목



자료: Countpoint, 삼성증권

AI 상용화: 피지컬 AI, 초생산성의 시대 개막

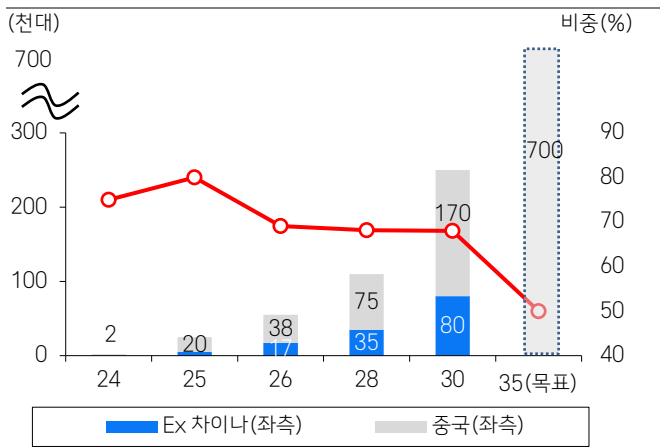
- 피지컬 AI는 상용화가 최고의 화두이다. 1월 CES에서 젠슨황은 자율주행과 피지컬 AI의 상용화 모멘트를 언급하였는데 이는 로보틱스가 생산과 노동을 대체하는 Zerolabor production, 무인화 혁명 시대가 도래하는 것을 의미한다. 중국은 자율주행과 휴머노이드의 폭발점에서 정부정책 출시와 하드웨어 개발에서 앞서 가고 있다. 15.5 규획에서 17개 미래기술 표준화/상용화 선점 계획이 발표되었고 피지컬 AI가 포함되었다. Moon shot 신기술의 상용화는 폭발적인 시장 보급과 주가 모멘텀을 제공하는 최고의 테마이다. 중국 주식 시장의 장기 침체 구간에서도 중국의 인터넷 플랫폼(14~20년)과 전기차/배터리(21~23년) 테마는 시장을 압도하는 주가 리레이팅을 보여준 바 있다. 중국 주식시장에서 상용화 테마가 힘을 얻는 이유는 첨단제조 부문에서 Made in China가 시장을 선점하고 글로벌 공급망을 재편하는 트리거가 되기 때문이다.
- 중국 휴머노이드를 대표하는 유니트리가 과장판에 상장될 예정이다. 유니트리는 지난해 17.1억 위안 매출에 14.6%의 영업이익률을 달성하여 손익분기점을 돌파하였고 '26년 휴머노이드 출하량 목표는 2만대로 전년대비 264%에 달하는 큰폭의 성장을 예고한 바 있다. 공모가 기준 유니트리의 기업가치는 420억 위안(9.2조 원)로 평가받고 있으나 AI 휴머노이드의 첫 상장 사례라는 점에서 '25년 과장판에 상장된 AI 칩 관련 업체의 IPO 첫날 급등 사례, 무어스레드(+425%), 메타엑스(+693%)와 같은 관심이 집중될 것으로 보인다. 하반기 중국 주식시장의 강력한 테마로 AI 반도체와 휴머노이드를 주목한다.

초생산성 시대, 피지컬 AI 비교

Physical AI	구분	미국	중국
자율주행	핵심 경쟁력	압도적인 AI 알고리즘 및 소프트웨어	강력한 공급망 및 하드웨어 제조 능력
	자율주행 전략	차량 자체의 지능 고도화	차량-도로 협력 인프라(V2X) 구축
	'30년 시장 규모	58억 달러	15억 달러
	(향후 5년 CAGR)	(연 17~19%)	(연 22~24%)
휴머노이드	핵심 경쟁력	하이엔드 AI 추론, 독자적 OS	저비용 양산 시스템, 정부 주도 인프라
	휴머노이드 현황	AI 모델 범용성 및 추론 능력 우위	특허 출원, 실시간 데이터 수집량 우위
	휴머노이드 현황	고성능 지능형 로봇	가성비 기반 대량 보급
	휴머노이드 현황	테슬라-피규어 AI-보스턴 Dynamics 등	유니트리·유비텍·애지봇 등
'30년 시장 규모	58~120억 달러	40~90억 달러	
(향후 5년 CAGR)	(연 35~48%)	(연 63~70%)	

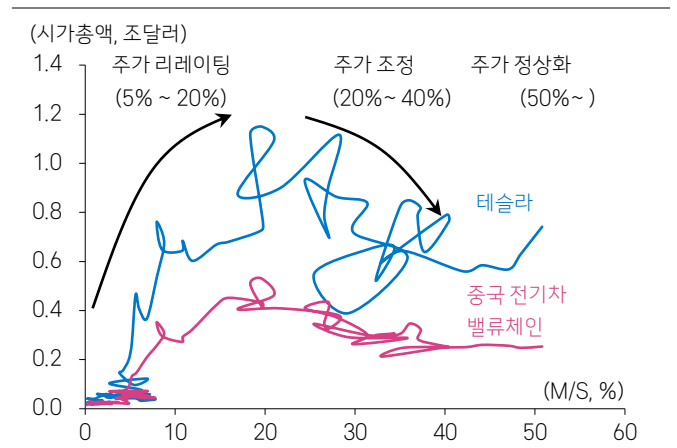
자료: 각사 공시 내용, 시장전망 =자율주행, Grand view research/휴머노이드, Counter point Research, 중국 비즈니스 산업 연구소

중국이 주도하는 휴머노이드 상용화



자료: Counter point 글로벌 IB, 삼성증권

Moon shot 상용화와 주가 리레이팅의 추역



자료: Bloomberg, 삼성증권

과창판(STAR 50) IPO List

기업명	상장시점	기업가치 (십억위안)	업종	비고
Hengyunchang (688785)	26년 1.16	23.1	전자부품	• 과창판 연중 최고 발행가 기록
Dianke Lantian (688818)	26년 1.30	117.9	항공전자	• 상장 첫날 +596% 기록
Yisiveye (688816)	26년 2.2	6.7	AI 검사장비	• AI 3D 검사장비 업체
SeeYa Technology (688781)	26년 3.16	44.2	마이크로 디스플레이	• XR, AR 핵심소재, 글로벌 2위 업체
Taijin Newenergy (688813)	26년 3.20	40.4	신소재	• 4~6마이크론 극박 동박 생산 1위
Youyan composite (688811)	26년 3.30	13.4	소재	• 국가 전략 소재기업
Shenghe JingMicro (688820)	26년 4.9	292.7	반도체 패키지	• '26년 상반기 과창판 최대 IPO, • 상장 첫날 400% 급등
Lianxun instruments (688808)	26년 4.14	164.0	반도체 계측	• 시총 2천억 위안 돌파
*CXMT	26년 6/말~ 7/초	3조 위안 이상	DRAM	• 중국 1위 DRAM 업체 • 사상 2위급 대형 IPO
Unitree	26.3Q	42	휴머노이드	• A주 최초 휴머노이드 기업 상장 • '25년 영업이익률 14.6%
MiniMax	상장준비 공식화	140	대형언어모델	• 중국 주요 AI 모델 기업 • '홍콩 상장 공개청약 1,837배 초과
*Land space	26.3Q	75	우주항공	• 재사용 로켓 제작 • 75억 위안 조달 목표
쿤룬 칩	26.3Q	21	반도체	• 바이두의 반도체 사업, 바이두 지분 약 59%, 26년 1월 상장신청서 제출
*YMTC	26.2H	3조 위안 이상	NAND	• 중국 낸드 1위 업체, • 25.4Q 글로벌 M/S 11%
Enflame	26.2H	20.5	AI GPU	• Tencent가 최대주주 (지분율 약 20%인 AI GPU 업체)

참고: 상장기업 기업가치는 '26년 6월 18일 종가 기준
자료: 언론보도, Wind, 삼성증권

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 6월 18일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 6월 18일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 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 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

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