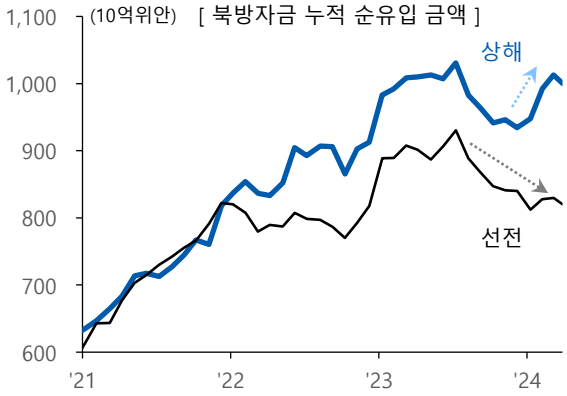
GlobalMarketAnalyst 민병규
02-3770-3635 / byungkyu.min@yuantakorea.com

여전히 채워지지 않는 공백(요약)

1. 낮은 변동성도 경쟁력

- 2월 지수 흐름이 반전된 중국 증시는 낮은 변동성이 추가적인 상대수익률 개선으로 연결 중. 중국 증시의 낮은 변동성은 유가와 금리 상승 영향에서 자유롭기 때문.
- 2~3월에는 외국인 투자자도 순매수 전환했으나, 상해 증시에만 선별적으로 유입. 미국의 신성장산업 견제와 중국 정부의 증시 부양 타겟(은행 등 대형주 중심)을 고려한 결과.

외국인 수급도 회복세를 보이고 있으나, 미국의 신성장산업 견제를 고려한 선별적 순매수 진행 중.

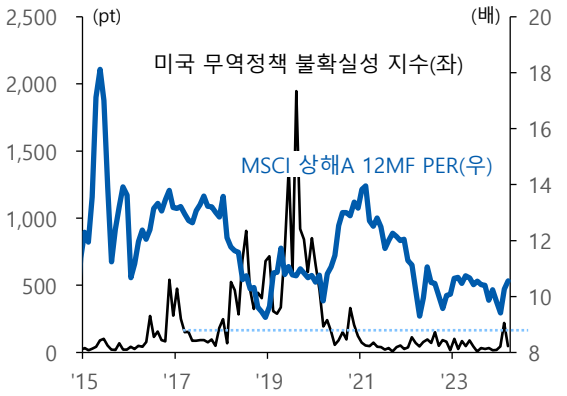


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2. 가격은 매력적. 그러나 부동산 회복이 선결 조건

- 최근 무역분쟁 재점화 가능성이 높아지고 있으나, 증시 밸류에이션은 이미 2019년 격화 시기와 유사한 수준. 그러나 부동산 부진이 지속되고 있어 증시 방향성을 신뢰하기는 이르다는 판단.
- 하반기 부동산 시장 회복을 전제로 2024년 상해종합지수 상단은 3500pt로 제시하나, 정책 기대감을 미리 쫓기보다는 지표 회복을 확인하고 대응해도 늦지 않다는 판단.

최근 무역분쟁 재점화 가능성이 높아지고 있으나, 중국 증시의 밸류에이션은 무역분쟁 격화 시기와 유사.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

1. 낮은 변동성도 경쟁력

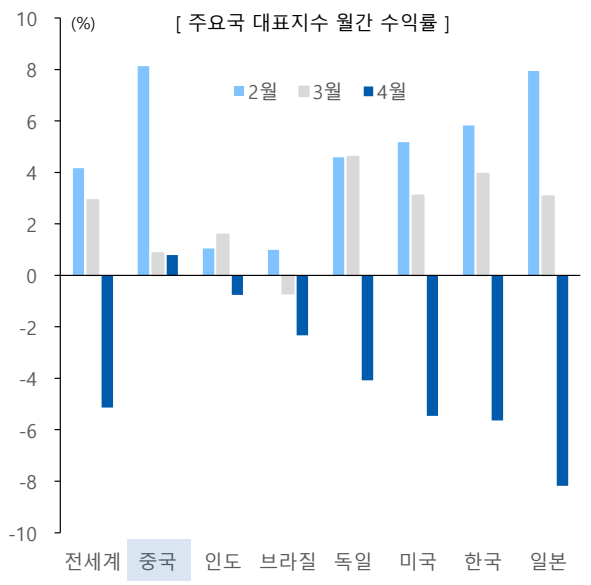
2월 지수 흐름이 반전된 중국 증시는 이후 낮은 변동성을 유지하면서 상대수익률을 높이고 있다. 1월말 이후 상해종합지수의 수익률은 +9.9%(vs ACWI +1.7%)로 전세계 지수 구성 47개국 중 3번째로 높은 수익률을 기록하고 있다(터키, 이탈리아, 중국 순).

전세계 지수가 4월에만 -5.1% 하락했음을 고려하면 수익률의 정체도 충분히 좋은 성과였다. 중국 증시의 낮은 변동성은 유가와 금리 상승 영향에서 자유롭기 때문으로 보이는데, 러시아산 Urals 원유의 현재가는 $75, 중국의 3월 CPI는 전년대비 +0.1% 상승, 5년 LPR 금리는 2월에 -25bp 인하됐다.

증시 수급도 회복세가 나타나고 있다. 특히 증시 흐름이 반전된 2월 북방자금 순매수 금액은 607억 위안을 기록했는데, 리오프닝과 소비 회복 기대감이 높았던 2023년 1월 이후 가장 큰 금액이었다.

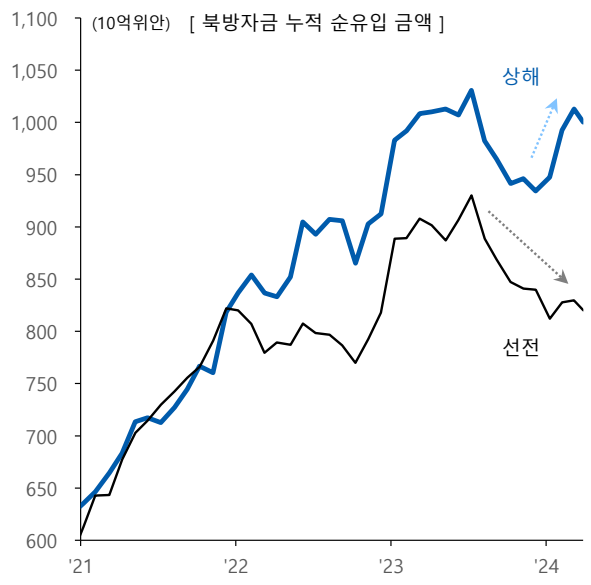
다만 외국계 자금의 귀환은 선별적으로 이루어졌다. 상해의 경우 작년 하반기에 발생한 수급 공백을 대부분 되돌린 반면, 선전은 축소된 비중을 유지하고 있다. 미국의 견제 대상인 신성장산업 보다는 본토 경제의 회복 기대감을 반영한 결과로 판단된다.

[차트1] 중국 증시는 2월 흐름 반전 후 낮은 변동성을 유지 중. 4월은 낮은 변동성도 충분히 좋은 성과.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트2] 외국인 수급도 회복세를 보이고 있으나, 미국의 신성장산업 견제를 고려한 선별적 순매수 진행 중.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2. 악순환을 초래하고 있는 부동산 경기 부진

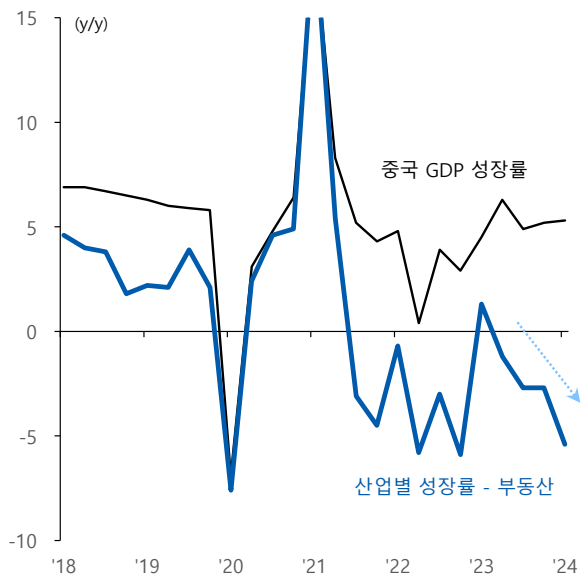
중국의 1분기 GDP는 전년대비 +5.3% 성장해, 컨센서스 +4.8%를 크게 상회하는 성과를 기록했다. 2024년 경제성장률 컨센서스도 소폭 상향되고 있으나, 미래 전망은 불투명하다. 부동산 시장 회복이 지연되고 있기 때문이다.

중국 정부는 이미 소비와 투자, 부동산 등 경제 전반에 다양한 방식의 부양책을 사용했다. 경제 지표와 주가도 단기적으로는 연동되는 모습을 보였으나, 부동산에서 순환고리가 끊어진 경제의 활력은 오래 유지되지 못했다.

1선 도시의 부동산 재고와 재고소진 기간으로 본 중국의 부동산 시장은 여전히 수급 균형에서 멀어지는 모습을 보이고 있다. 기존 주거용 부동산의 YoY 가격은 조사 대상 70개 도시 모두 3개월 연속 하락세가 지속되고 있다.

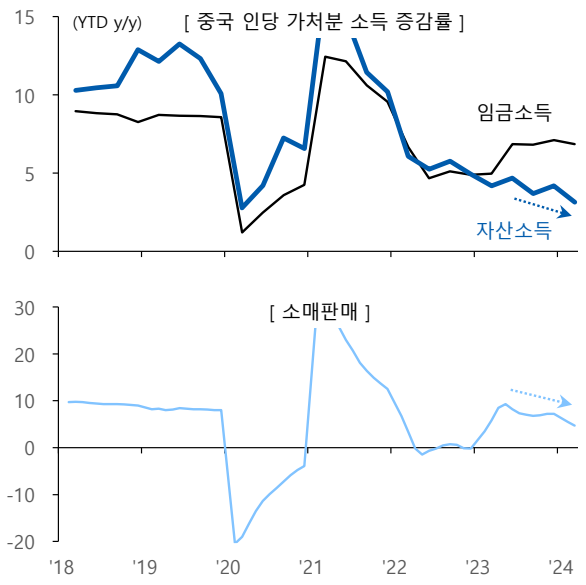
부동산 시장 부진으로 인한 인민의 자산소득 감소는 소비 경기에 악영향을 미치고 있다. 중국의 1분기 자산소득 증감률은 +3.1%로, 2020년 1분기 이후 최저치로 하락했다. 부동산과 주식시장에서 동시에 발생하고 있는 자산가격 하락이 가져오는 심리적인 제약도 간과할 수 없다

[차트3] 1분기 부동산 산업의 성장률은 추가 악화. 70개 도시 모두 3개월 연속 부동산 가격이 하락 중.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트4] 자산소득 감소는 소매판매 둔화로 연결. 자산가격 하락으로 인한 심리적 제약도 간과하기 어려운 변수.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

3. 가격은 매력적. 그러나 부동산 회복이 선결 조건

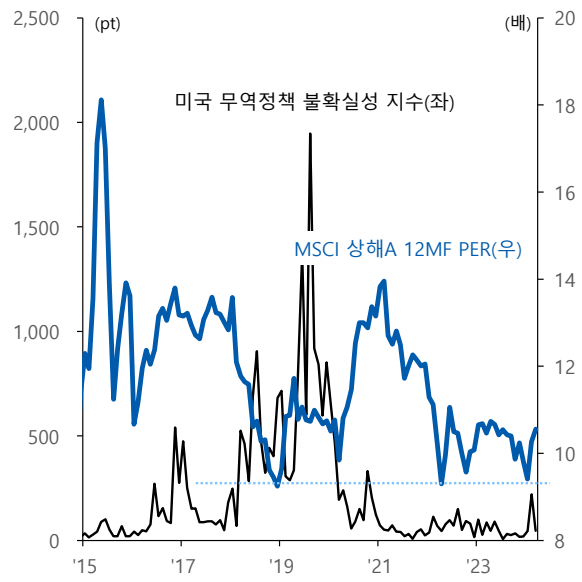
MSCI 상해A의 12MF PER은 10.7배, PBR은 1.1배로 2017년 이후 range의 하단에 있다. 12MF PER 기준 5년 평균 대비로는 -4.0%, 신흥국 지수 대비로는 -12.4% 할인되어 있다.

최근 바이든 대통령의 중국산 철강/알루미늄 관세 인상 지시로 무역분쟁 재점화 가능성이 높아지고 있으나, 중국 증시의 밸류에이션은 이미 2019년 격화 시기와 유사한 수준이다.

중국 증시의 디스카운트는 충분해 보이나 아직 방향성 회복을 신뢰하기는 이르다는 판단이다. 정부 정책에 대한 기대감과 실망감(2022년 부동산, 2023년 소비)은 이미 충분히 경험했다.

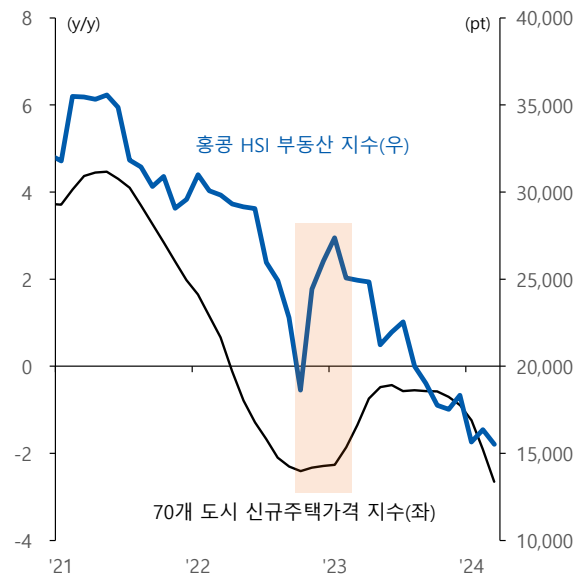
유안타증권은 하반기 부동산 시장 회복을 전제로 상해종합지수의 2024년 range를 2800~3500pt로 제시하고 있다. 그러나 정책 기대감을 쫓기보다는 지표 회복을 눈으로 확인하고 대응해도 늦지 않다는 판단이다.

[차트5] 최근 무역분쟁 재점화 가능성이 높아지고 있으나, 중국 증시의 밸류에이션은 무역분쟁 격화 시기와 유사.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트6] 부동산 안정화 조치의 기대감이 반영됐던 2022년. 그러나 기저효과 반영 후 재차 하락 전환.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터