Strategy Idea

글로벌 투자전략 - 신흥국
Analyst **최설화**
xuehua.cui@meritz.co.kr

중국주식 투자전략: Focus on Tech

- ✓ 미중 2차 통상마찰: 중국의 전술적 대응 변화로 아직은 통제 가능 수준
- ✓ 딥시크의 부상: 중국 국산 AI 생태계 가속화의 촉매제
- ✓ 미중 기술격차 축소 기대 → 미중 기술주 Gap 축소의 계기, 현시점 S/W 〉 H/W

'25년 연초 홍콩증시 전세계 수익률 상위권

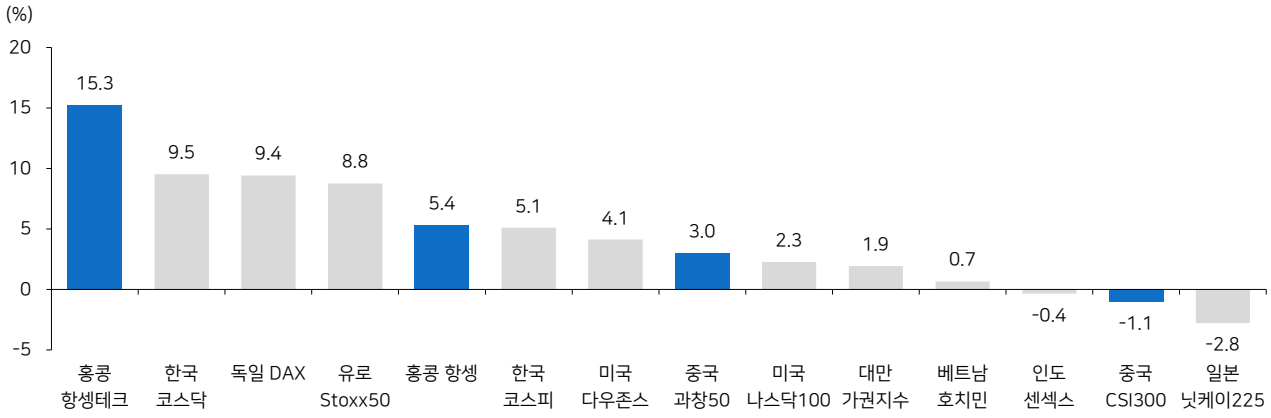
연초 항셍테크지수 15% 이상 상승하며 주요국 수익률 1위

올해 연초 전세계 주식시장에서 홍콩증시의 강세가 뚜렷하다. 2월 9일 기준으로, 항셍테크는 연초대비 15.3% 상승하며 전세계 주요 지수 중에서 가장 높은 수익률을 기록 중이다. 항셍지수도 연초대비 5.4% 상승하며 본토의 CSI300(-1.1%)를 크게 아웃퍼폼하고 있다.

본토 대비 홍콩증시의 강세 배경은 1) 미중 통상마찰이 우려 대비 온건하게 전개되는 가운데 2) 딥시크의 부상에 중국 기술주 및 차이나 디스카운트에 대한 재평가가 이루어지고 있기 때문이다.

앞으로도 이런 전개가 지속 가능할까?

그림1 **25년 연초대비 주요 주가지수 수익률 비교**



주: 2월 9일 종가 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

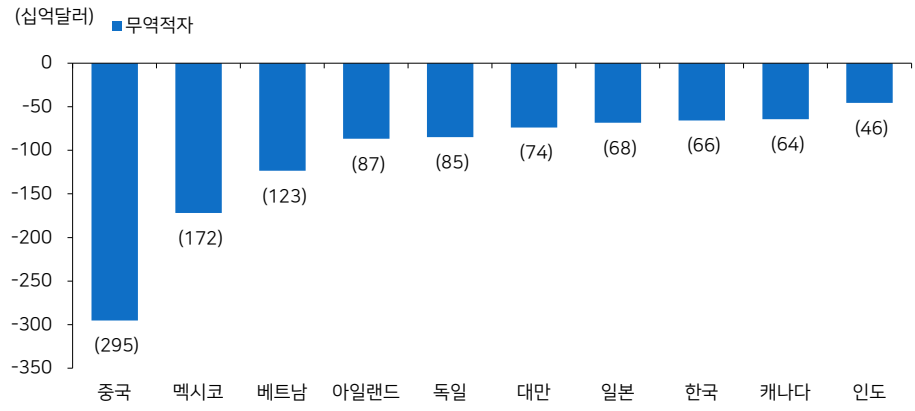
미중 2차 통상마찰: 우려 대비 온건한 전개

상호 관세가 중국에 주는 충격은 제한적

올해 중국 주식시장의 하방 리스크로 예상됐던 요인은 미중 2차 통상마찰이다. 중국에 60% 이상의 관세를 부과하겠다고 공약했기 때문이다. 다만 우려 대비 미중 통상마찰은 우려 대비 온건하게 전개되고 있다.

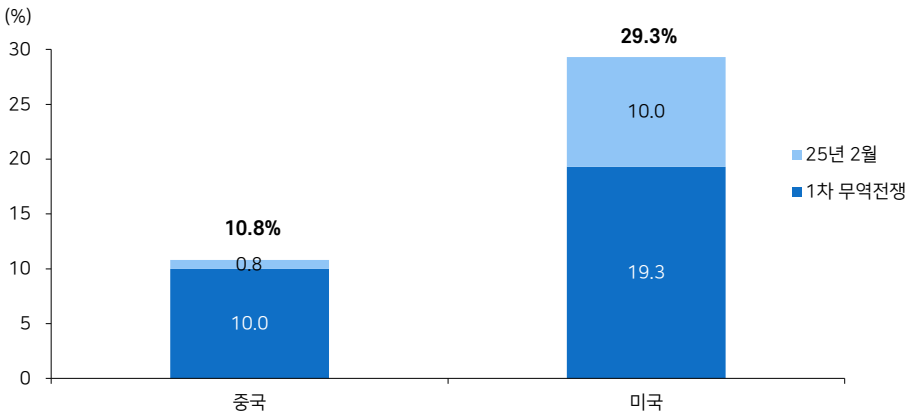
우선 트럼프 대통령은 보편관세에 이어 상호 관세(Reciprocal Tariff) 시행을 예고했다. 10일부터 전세계 철강과 알루미늄에 25% 관세를 부과했다. 미국과의 무역적자가 큰 국가일수록 상호 관세 충격이 크다(그림 2). 그러나 중국에 주는 충격은 제한적이다. 2018~2019년 동안 미국이 중국산 제품에 높은 관세를 부과한 결과, 현재 미국의 대중국 평균 관세율이 29.3%로 중국의 대미국 평균 관세율인 10.8%보다 훨씬 높기 때문이다(그림 3).

그림2 **2024년 미국의 국가별 무역적자 규모**



자료: 미국 상무부, 메리츠증권 리서치센터

그림3 **미중 양국 평균 관세율 비교: 미국 29.3% vs. 중국 10.8%**



자료: PIIE, 중국 해관총서, 메리츠증권 리서치센터

오히려 Non-China 국가에 불리

〈표 1〉의 품목별로 살펴보면, 중국이 미국보다 더 높은 관세를 부과하는 품목은 농산물과 내연기관 차량으로, 미국이 수입하는 중국산 농산물 및 내연기관차의 비중은 도합 0.5% 수준에 불과해 전체적인 영향은 크지 않다. 오히려 기타 국가에 대한 관세 인상으로 Non-China 국가에 대한 피해가 더 클 수 있다.

표1 주요 품목에서 미국과 중국이 상대방 국가에 부과하는 관세율

주요 품목		미국→중국	중국→미국
전자제품 및 전자기기		10~25%	5~10%
화학제품		10~25%	10%
선박/육상 크레인		25%	5~10%
기계류		10~25%	10~25%
섬유 및 의류		10~25%	10~25%
철강		25%	25%
알루미늄		10%	10%
자동차	내연차	2.5%	25%
	전기차	100%	15%
농산물		0~10%	25%

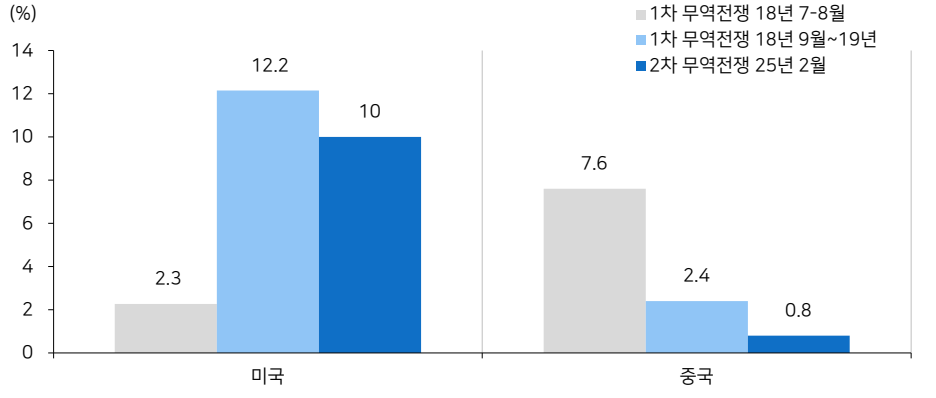
주: 음영은 관세율이 더 높은 국가이며, 이는 2/4일 10% 추가 관세 부과 직전 수준
자료: 미국 상무부, 중국 관세세칙위원회, 메리츠증권 리서치센터 정리

중국의 보복 조치도 1기와 달리 미온적, 확산 경계

2월 4일부터 부과된 10% 추가 관세도 아직은 통제 가능한 수준이다. 이번 조치로 중국의 GDP 성장률에 -0.4% 전후의 충격이 예상되지만, 이구환신 등 내수 부양책으로 방어가 가능하다. 또한 미국도 자국 이슈로 800달러 미만의 소포에 대해 관세 부과를 일시적으로 철회했다.

무엇보다 중국의 대응전략에 전술적 변화가 발생한 점이 긍정적이다. 10일부터 중국도 미국산 LNG, 석탄 등 일부 품목에 10~15%의 보복 관세를 부과했다. 다만 이번 조치에 따른 평균 관세 인상폭은 0.8%p에 그친다(그림 4). 트럼프 1기에 '눈에는 눈, 이에는 이'식 맞대응으로 경기에 충격을 주었던 것과 대조된다. 중국도 미국과의 확전을 경계하고, 경기 충격을 최소화 하려는 의지를 보여준다.

그림4 트럼프 1기와 비교하여 중국의 보복 관세 대응전략 변화



자료: 중국 해관총서, 메리츠증권 리서치센터

4월 이후 미중 통상마찰 방향성 구체화 예상

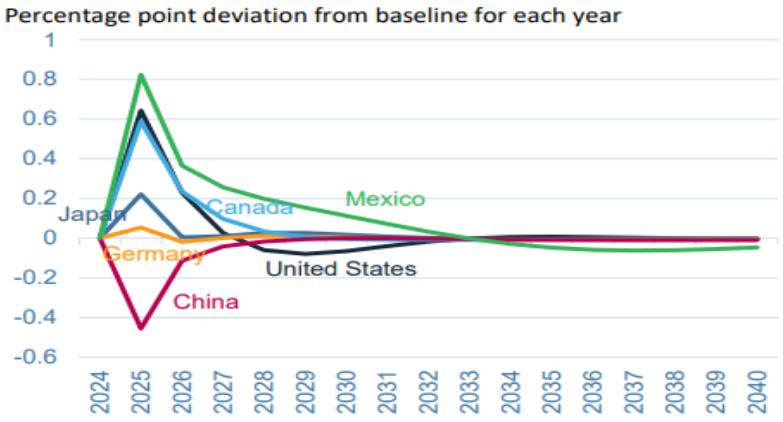
물론 그렇다고 방심하기는 아직 이르다. 미중 통상마찰의 추세적 변화를 관찰할 수 있는 시점은 4월 1일 이후가 될 것이다. 미국 각 정부 부처가 4월 1일까지 전반적인 무역 정책을 재검토한 이후 구체적인 액션 플랜이 가시화 될 것이기 때문이다.

미국 현지 보도에 따르면 미국은 앞으로 중국산 제품에 1) 일부 품목이나 부문에 추가 10%p의 추가 관세 인상이 있을 수 있고, 2) 800달러 이하의 소액 소포에 제공했던 면세 혜택('De minimis' 규칙)을 폐지할 것으로 예상하고 있다.

극단적인 시나리오만 아니라면 주식시장 하방 경직성 제공 예상

그러나 트럼프 대통령이 공약으로 걸었던 극단적인 시나리오, 즉 60% 이상의 관세를 부과할 가능성은 낮게 전망했다. 〈그림 5〉처럼 높은 관세 부과가 미국의 물가에 부담으로 작용할 수 있고, 이는 2년 뒤 트럼프의 중간선거에도 부정적으로 작용할 수 있기 때문이다. 따라서 미중 2차 통상마찰은 단기간 내 통제 가능한 범위에 있을 것으로 예상되며, 이는 중국 주식시장에 하방 경직성을 제공한다.

그림5 **10% 보편관세 부과시 CPI 충격: 2024~2040**



자료: PIIE, "The international economic implications of a second Trump presidency"

DeepSeek 부상: 중국 국산 AI 생태계 가속화의 촉매제

딥시크 부상: 중국판 스푸트니크 모멘텀

구정 연휴에 전세계가 중국 AI 스타트업인 딥시크의 부상에 주목했다. 고성능 칩 조달이 제한된 환경에서 아키텍쳐 변화 및 낮은 비용으로 글로벌 선두 AI 모델에 근접하는 성능을 구현했기 때문이다.

중국판 스푸트니크 모멘텀(China's Sputnik Moment) 격인 딥시크의 부상은 지난 2~3년 산업 규제로 위축되었던 중국 테크 산업에 새로운 성장 모멘텀을 부여하고 있다. 바로 자국 AI 생태계의 구축 및 국산 소프트웨어의 강화이다.

중국 AI 생태계 구축 및 확장으로 연결

연휴가 지나고 화웨이, 바이트댄스, 알리바바 등 빅테크들은 물론, 차이나 모바일 등 3대 국영 통신사와 클라우드 서비스 소프트웨어 기업들도 앞다투어 딥시크 모델을 연결했다. 이런 AI 모델 수요 증가는 로컬 컴퓨팅 인프라 구축 수요를 자극할 뿐만 아니라, 산업간 연합에 따른 기술 돌파는 새로운 응용 분야와 하드웨어의 탄생 → 하드웨어 보급률의 상승 → 비즈니스 모델의 가시화 → 선두기업의 탄생 등 산업의 지각변화를 가져올 수 있다. 로컬 AI 생태계 구축으로 현재 가시성이 높은 분야는 휴머노이드 로봇과 자율주행이다. 이미 샤오미, 비야디 등 중국 전기차 업체들이 해당 생태계의 연구 개발에 적극 참여 중이며, 산업 내 연합종횡은 중국과 미국의 기술 격차를 좁히는데 유리하다.

그림6 **중국은 자체 AI 생태계 구축에 박차를 가하는 중**

자료: 메리츠증권 리서치센터

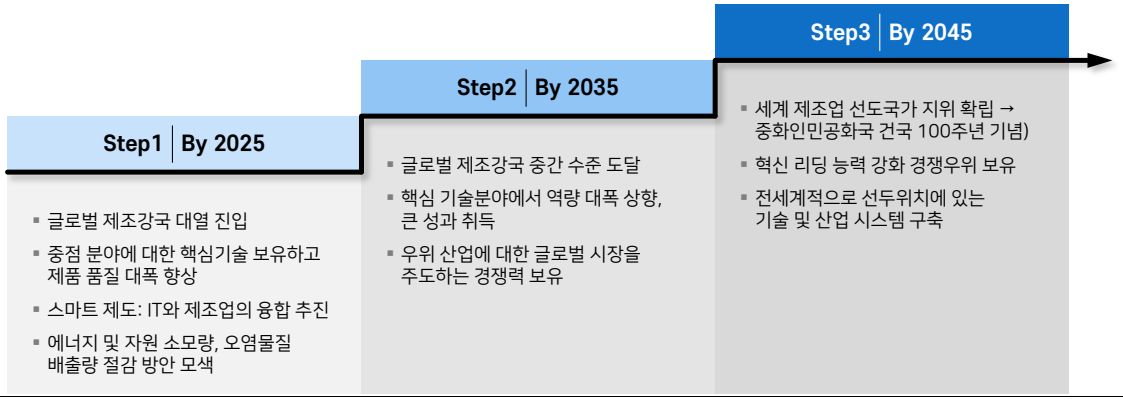
올해 3월 양회에서 관련 정책 지원 강화될 것

중국 정부의 산업 지원도 더 강화될 것이다. 2014년 중국은 2045년까지 제조강국이 되기 위한 30년 중장기 플랜을 제시했다(그림 7). '중국제조 2025'는 이 장기 플랜의 1단계 전략이며, 올해는 그 전략을 완성하는 해이다. 지난 10년 중국은 태양광, 전기차, 2차전지 등 제조업 분야에서 상당한 성공을 거두며 목표했던 제조강국 대열에 진입했다. 다음 단계는 '중국제조 2035'이며 휴머노이드 로봇, 양자컴퓨팅 등 산업이 주요 타겟이다. 오는 3월 5일의 양회에서도 다시 한번 'AI+' 전략이 강조하며, 중국제조 2025의 10대 산업처럼 정책 지원을 받을 것이다.

올해 AI 응용 개화 원년, 전기차 성장과정 따라간다면 주가는 이제 초기 단계

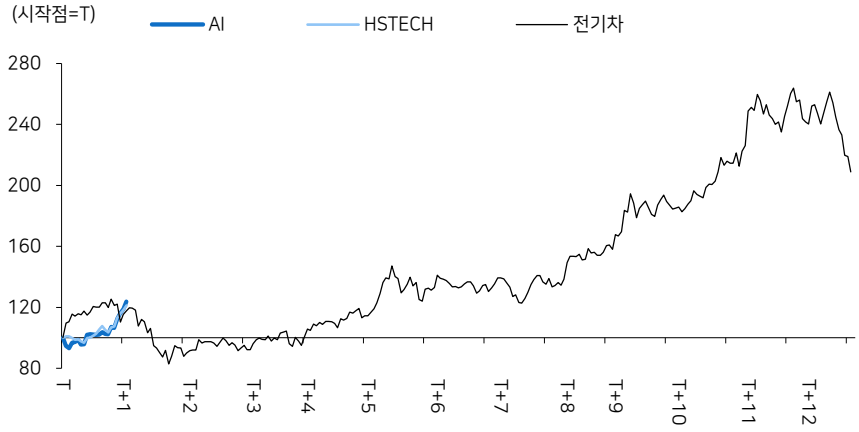
무엇보다 미국에 비해 중국은 기술 응용에 강점이 있다. 로컬 AI 생태계로 휴머노이드 로봇, 자율주행 등 산업이 빠르게 개화된다면 어떨까? 중국의 전기차 보급률은 2020년 5.8% 였지만 2021년 14.8%, 2022년 27.6%, 2023년 35.7%, 2024년 47.2%로 상승했다. 딥시크의 부상으로 내년부터 휴머노이드 로봇, 자율주행 등 산업이 빠르게 개화된다면, 지금의 중국 AI 관련 주가는 2020년 전기차 주가의 시작에 불과할 것이다(그림 8).

그림7 **제조강국이 되기 위한 중국의 30년 중장기 계획: '중국제조 2025'는 1단계 목표**



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 **중국 AI 산업 개화, 2020년의 전기차랑 같은가?**



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

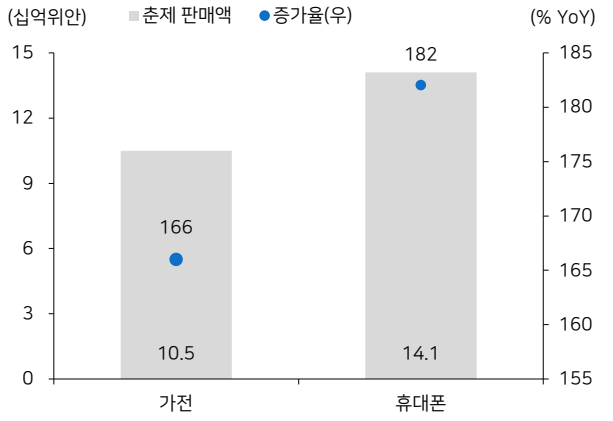
연초 중국의 경기 둔화는 기술주 쏠림을 강화

연초 경기 모멘텀 둔화는 판매 호조인 휴대폰 밸류체인 주가 강세 심화로 연결

한편 올해 연초 중국 경기는 정부가 적극 지원하는 휴대폰, 가전의 판매가 양호한 것을 제외하고는 대부분 회복 모멘텀이 둔화됐다. 이구환신 정책 덕분에 춘제 연휴기간(1/28~2/4) 가전과 휴대폰 판매량은 전년동기대비 각각 166%, 182% 늘어나며 양호했다(그림 9). 이에 반해 연휴기간의 인당 여행 소비액은 전년대비 1.3% 증가에 그쳤다(그림 10). 그리고 1월 제조업과 건설업 PMI는 각각 49.1, 49.3로 기준점(50)을 모두 하회했고, 서비스업 PMI도 50.3으로 12월(52.0)보다 하락했다. 신규주택 거래량도 작년 10~12월 3개월간 반등한 뒤 다시 감소했다.

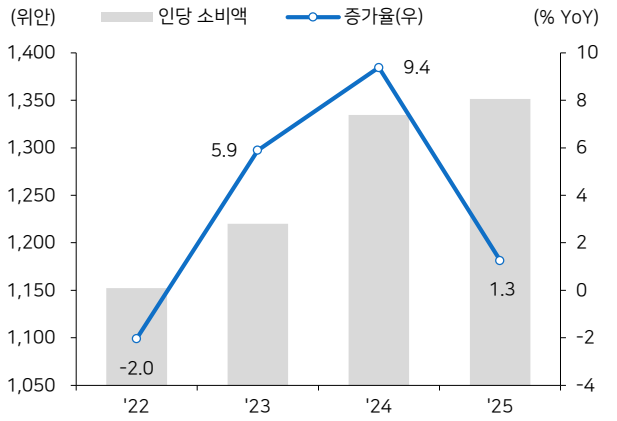
그러나 3월 5일에 열리는 전인대에서 정부가 내수 부양책을 발표할 것이란 기대로 아직 매크로 우려는 크지 않았다. 오히려 이구환신 정책 효과가 뚜렷한 휴대폰 수요 회복 기대감이 전자부품 등 기술주의 주가 상승을 강화했다.

그림9 춘제 연휴 가전과 휴대폰 판매액 급증



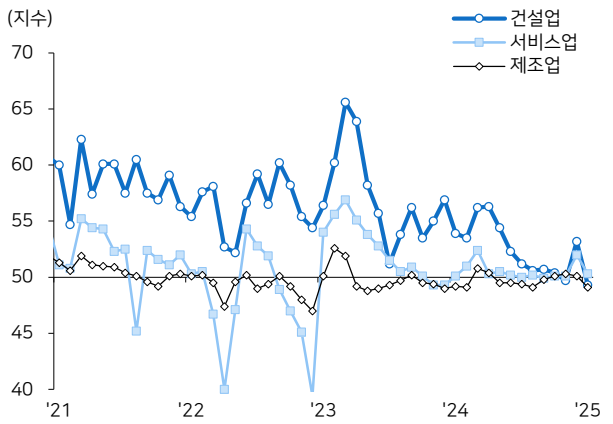
자료: 발전개혁위원회, 메리츠증권 리서치센터

그림10 단, 춘제 연휴기간의 인당 소비액 증가율은 둔화



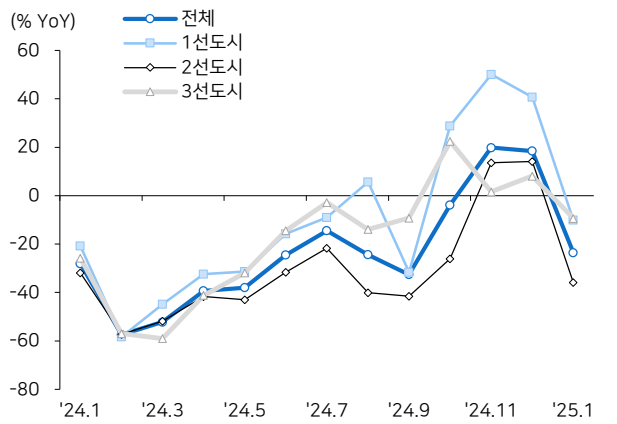
자료: 상무부, 메리츠증권 리서치센터

그림11 1월 제조업/건설업 PMI 기준점 하회, 서비스업 하락



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림12 30개 주요 도시의 부동산 거래면적 증가율 하락 전환



주: '25년 1월은 1.1~2.9일 기준
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

중국 증시 투자전략: Focus on Tech

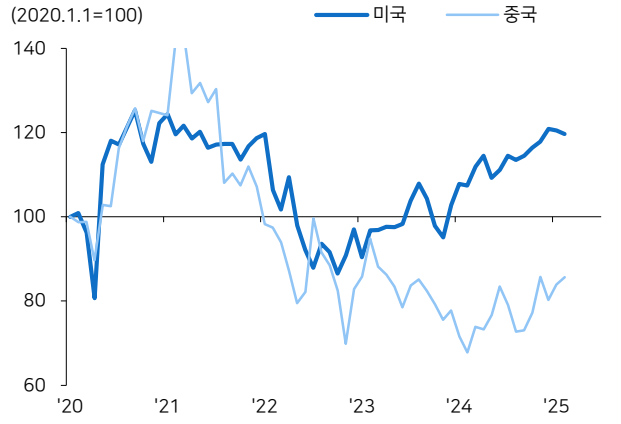
매크로의 뚜렷한 개선이 부재한 환경에서 기술주 투자전략 유효

작년에 발간된 연간전망에서 우리는 올해 중국 주식시장에서 기술주와 주주환원 고배당의 바벨전략을 추천했다. 이 중 기술주는 정부의 주식시장 유동성 공급과 기술 자립이라는 중장기 추세에서 알파를 창출할 수 있는 분야로 판단했기 때문이다. 그러나 예상치 못했던 딥시크의 부상이 국산 IT 생태계의 확장 가능성을 열어주었고, 미중 주식시장과 기술주의 Gap 축소에 유리하다. 〈그림 13〉처럼 중국증시 밸류에이션이 상승했지만 매크로 이슈가 부각되기까지 추가 상승여력은 있다.

상승 탄력으로 S/W > H/W

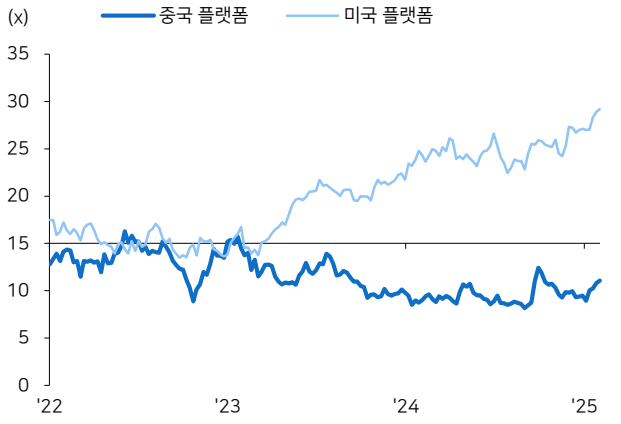
상승 탄력 측면에서 현시점은 S/W를 H/W보다 더 선호한다. 이는 미중 플랫폼의 밸류에이션 Gap 차이가 아직 크지만, 하드웨어는 작년 4분기부터의 빠르게 상승하며 해외와 비슷해졌기 때문이다(그림 13, 14). 이에 단기적으로 미국에 상장한 S/W 비중이 높은 KWEB ETF를 권고하며, 중장기 관점에서 조정 때마다 항셍테크, 과창50 등 중국의 기술주에 대한 투자는 유효하다는 판단이다.

그림13 중국과 미국의 12MF P/E: 디커플링 축소



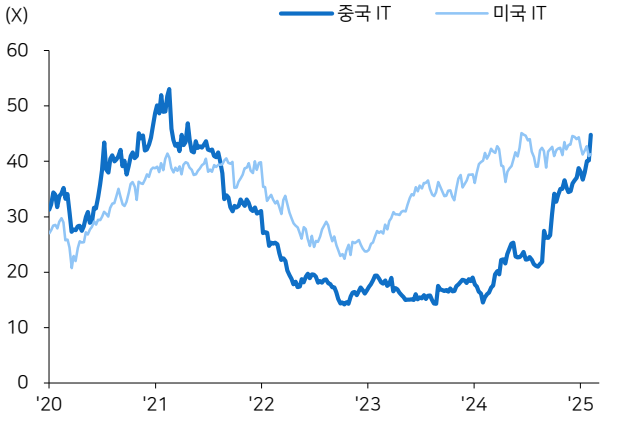
주: MSCI 지수 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 중국과 미국의 플랫폼 12MF P/E: 중국 이제 시작



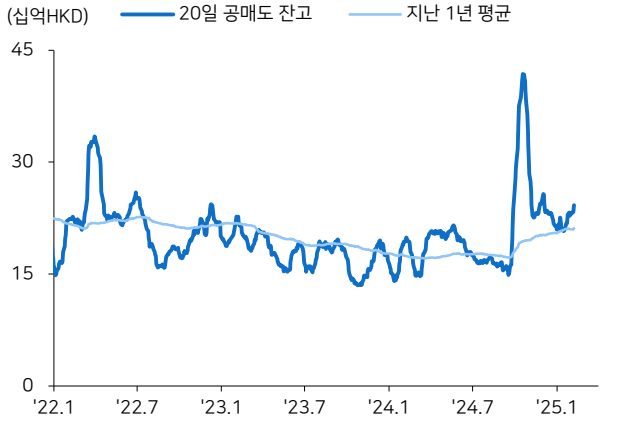
주: 중국은 알리바바/징둥/바이두/텐센트. 미국은 아마존/Meta/알파벳/Microsoft
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 IT H/W 12M trailing P/E: 미중 Gap 축소 완료



주: MSCI 지수 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 홍콩 주식시장 공매도 잔고 다시 소폭 상승세



자료: 홍콩증권거래소, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.