

주식전략

[중국] 전환(轉換), 그리고 반격(反擊)

Global Equity Strategist

신승웅

☎ (02) 3772-3175

✉ aidenshin@shinhan.com

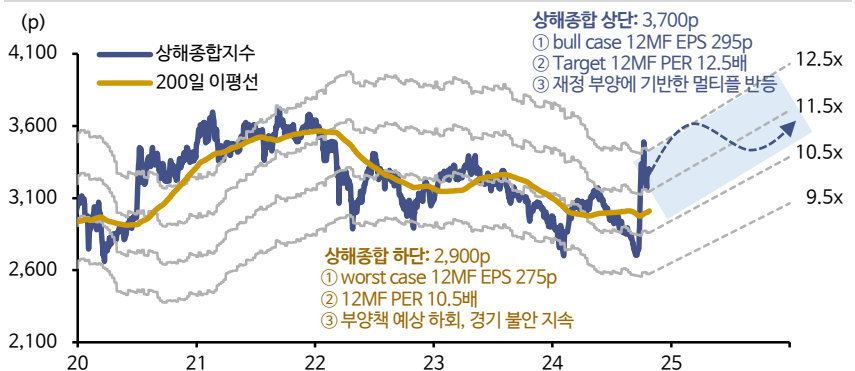
2025년 중국 증시, 전면적 정책 전환이 동반할 업사이드 리스크

중국을 바라보는 우려와 기대가 교차한다. 우려의 본질은 구조적 성장 둔화다. 그 이면에는 대차대조표 불황, 디플레이션, 유동성 함정으로 대변되는 구조적 리스크가 상존한다. 정부는 세 가지 패러다임 전환을 통해 이를 타개할 전망이다. 1) 확장 재정으로의 전환이다. 향후 3~4년간 중앙정부 주도 레버리지 사이클을 예상한다. 2) 내수 중심의 성장모델 전환이 예상된다. 생산에서 소비로, 수출에서 내수로 무게 중심이 이동할 전망이다. 3) 자산시장 유동성 시프트(Shift)가 예상된다. 팬데믹 이후 안전자산으로 유동성 쏠림은 민간부문의 투자와 소비 위축을 초래했다. 정부는 주식시장과 부동산 부양을 통해 부의 효과를 재현할 계획이다.

중국 주식시장을 결정하는 변수는 정책과 실적이다. 상승의 기폭기는 매크로 정책(≒Multiple)이, 연속성은 경기(≒EPS)가 결정하는 구조다. 세계시장 대비 상대 성과가 돋보였던 시기 또한 대규모 재정 부양 집행 구간과 일치한다. 2025년 중국 주식자산의 업사이드 리스크를 경계하는 이유다. 투자전략 측면에서 역발상 전술을 고민할 시점이다. 팬데믹 이후 중국 기관은 테크(반도체+AI) 중심의 기술주 Long, 내수주(금융+소비) Short 일변도로 대응해 왔다. 내수 부진에도 미·중갈 등에 대응해 정부정책 방향성이 기술경쟁에 경도된 영향이다. 기술주의 과도한 수급 쏠림을 경계한다. 역발상 관점에서 수급 빈집인 소비주에 주목한다.

2025년 상해종합 밴드는 PER 10.5~12.5배를 반영한 2,900~3,700p로 제시한다. 연말부터 2025년 2분기까지 정부 정책 사이클이 강화되는 구간이다. 우호적 정책 여건 속 위험선호 개선을 기대한다. 3분기부터는 정책 효과 검증의 시간이다. 지표와 실적으로 증명되지 못한다면 거친 되돌림의 경로를 맞이할 전망이다. 정책 민감도가 높은 중국 주식시장 특성상 상반기에 목표수익률 제고를 권고한다.

2025년 상해종합지수 12MF PER 밴드 2,900~3,700p (10.5~12.5x)



자료: LSEG, 신한투자증권

2025년 중국 주식시장 전망: 전환, 그리고 반격

중국이 직면한 위험과 세 가지 패러다임 변화

중국의 패러다임 전환

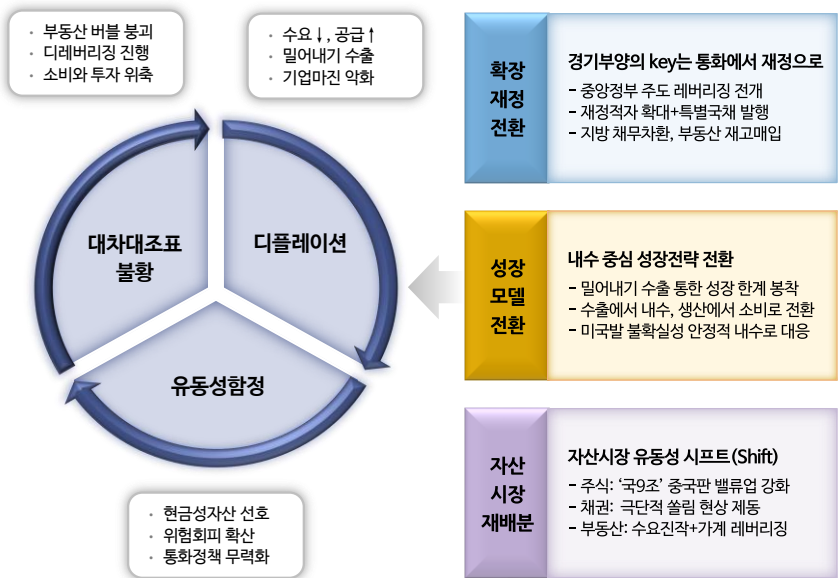
- 1) 확장 재정 사이클
- 2) 내수 중심 성장전략
- 3) 자산시장 시프트

중국을 바라보는 우려와 기대가 교차한다. 우려의 본질은 구조적 성장 둔화다. 그 이면에는 대차대조표 불황, 디플레이션, 유동성 함정으로 대변되는 구조적 리스크가 상존한다. 이는 기업 마진 악화와 실질 부채 증가로 귀결됐고 고용과 소비의 동반 위축의 악순환까지 초래했다. 중국의 위기는 우리와도 무관하지 않다. 공급과잉을 저가수출로 해소함과 동시에 제조업 마진 훼손을 동반하기 때문이다. 자동차, 2차전지, 철강, 태양광 등 산업 전반에 전방위적 영향력을 행사하고 있다.

중국 정부는 세 가지 패러다임 전환을 통해 이를 타개할 전망이다. 1) 먼저 확장 재정으로의 전환이다. 향후 3~4년간 중앙정부 주도 레버리징 사이클을 예상한다. 재정지출을 강화해 지방정부 채무차환, 국영은행 자본금 확충, 미분양 주택재고 매입 등 구조적 리스크를 해소할 전망이다. 2) 내수 중심의 성장모델 전환을 예상한다. 생산에서 소비로, 수출에서 내수로 무게 중심이 이동할 전망이다. 안정적인 내수육성을 통해 미국의 압박에 대응할 수 있는 경제적 회복력 구축할 계획이다.

3) 자산시장 유동성 시프트(Shift)가 예상된다. 팬데믹 이후 안전자산(예금+채권)으로 유동성 쏠림은 민간부문의 투자와 소비 위축을 초래했다. 정부는 주식시장과 부동산 부양을 통해 부의 효과(Wealth effect)를 재현할 계획이다. 2025년은 전면적 정책 전환이 동반할 China Upside Risk에 대비해야 할 필요가 있다.

2025년 중국이 직면한 위험과 기회



자료: LSEG, 신한투자증권

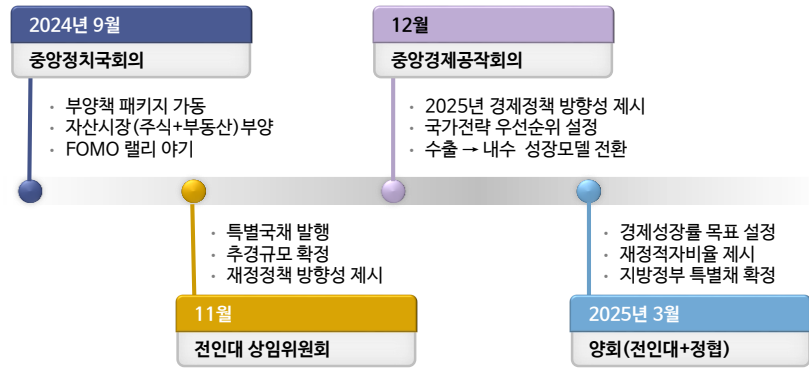
전면적 정책 전환 예고
부양책의 핵심은 재정
2025년 3월 양회까지
정책 사이클 강화 기대

확장 재정을 전개하는 중국 정부. 중앙정부 주도 레버리징 강화

디플레이션의 덫에 빠진 중국. 재정+통화+부동산 트리플 부양패키지로 대응

9월 중앙정치국회의를 기점으로 지도부가 정책 전환을 예고했다. 재정 + 통화 + 부동산 트리플 부양에 갖는 기대는 전례 없는 포모(FOMO) 랠리를 동반했다. 11월 전인대 상임위원회(추경)부터 12월 중앙경제공작회의(성장전략 전환), 내년 3월 양회(재정규모 확정)까지 정책 사이클이 강화될 전망이다. 금번 부양책 사이클의 핵심은 재정정책이다. 2010년대 중반에 준하는 확장 재정 규모에 기대감을 갖기 충분하다. 2025년 양회에서 재정적자비율의 파격적 상향 가능성에 주목한다.

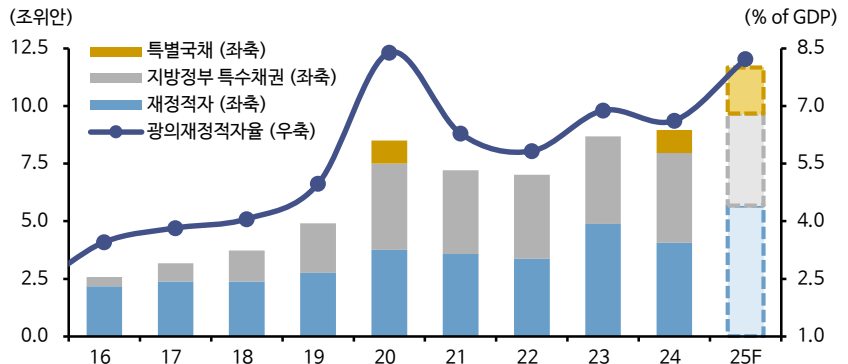
중국의 부양책 사이클 타임라인



자료: 신한투자증권

정부도 암묵적 레드라인인 '3%'에 종속되기보다 유연한 접근을 강조하고 있다. 2025년 재정적자비율 4.0% 가정 시 재정적자 규모는 5.5~5.8조위안이 예상된다. 재정적자에 포함되지 않는 대규모 특별국채 발행도 동반될 전망이다. 향후 3년간 최소 매년 2조위안 규모의 특별국채를 통해 재정지출을 확대할 것으로 기대한다. 재정적자+지방특별채+특별국채를 포함한 광의재정적자비율은 8%를 상회할 전망이다. 특별국채와 감세 중심 적극적 재정 집행한 팬데믹 초기 수준을 상회한다.

중국의 부양책 사이클 타임라인



자료: WIND, 신한투자증권

과거와 달리 직접적인
건설경기 부양보다 구조적
리스크 해결에 집중

확장 재정: 1) 지방정부 채무조정, 2) 국유은행 증자, 3) 유휴 부동산 매입

금번 레버리징 사이클의 주체는 중앙정부가다. 중국 국가부채의 약한 고리는 기업(174.3%)과 지방정부(33.2%)로 중앙정부(24.6%)의 재정건전성은 비교적 양호하다고 판단된다. 1994년 분세제(分稅制, 중앙과 지방정부 간의 재정관계 재정립) 개편은 지방정부의 재정 부담 확대와 그림자금융(LGFV)의 확산을 초래했다. 지방정부가 재정 수입을 토지사용권 매각에 의존하게 된 주요 배경이다. 하지만 지난 3년간의 부동산 침체로 관련 세수가 급감해 재정 위기가 가중되는 상황이다.

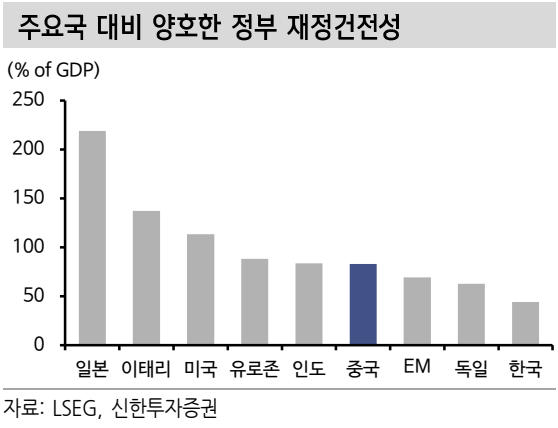
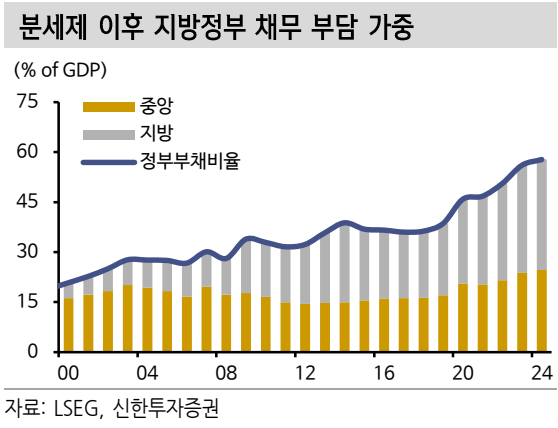
금번 재정정책의 지향점은 과거와 궤를 달리할 공산이 크다. 우리가 예상하는 방향성은 크게 세 가지다. 1) 지방정부 부채 차환에 사용될 전망이다. 지방정부 부채 리스크 완화 및 음성부채 해소가 목적이다. 지방정부 재정여력 강화는 인프라투자 와 소비진작의 선결조건이기도 하다. 2) 국유은행 자본금 확충이 예상된다. 경기부양을 위한 신용공급 확대와 부동산발 금융리스크 완화가 필요하다. 통화 완화로 인한 순이자마진 훼손 영향도 고려해야 한다. 3) 부동산 부양을 강화할 계획이다. 정부주도 미분양 주택재고 매입, 공공주택 건설 확대가 예상된다. 우량 디벨로퍼 중심 산업 구조조정도 동반된다. 현재 미분양 주택재고는 약 370만채다. 시장 정상화를 위해 2018~2019년 수준인 200~250만채까지 해소될 필요가 있다.

금융위기 이후 CSI300
네 번의 +40% 이상
상승렐리 중 세 번은
재정 드라이브가 촉발

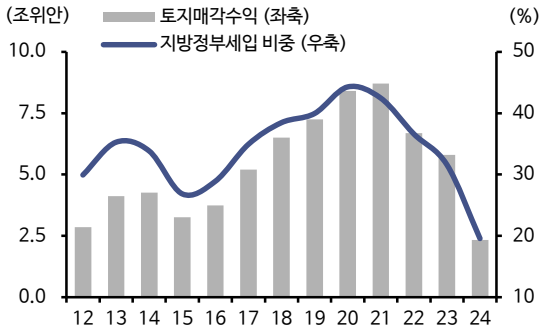
재정정책을 기대하는 이유. 재정책대-물가상승-ROE 반등의 연결고리

재정책대-물가상승-ROE 반등의 연결고리에 주목해야 한다. 금리 인하에도 불확실성을 우려해 경제주체들이 소비와 투자를 주저하면서 신용창출이 제약된다. 이른바 유동성 함정이다. 경기부양의 수단을 통화에서 재정으로 전환한 배경이다. 디플레이션 탈출을 위한 가장 효과적인 정책 수단이 재정정책임은 분명하다.

과거 재정적자 확대 구간에서 물가 상승이 동반된 경험이 있다. 금융위기 이후 네 번의 대세 상승렐리 중 세 번은 재정 드라이브가 촉발했다. 물론 과거와 달리 정책 방향성이 직접적인 건설경기 부양은 아닌만큼 시크리컬에 미치는 영향도는 비교적 제한적이다. 실물수요 회복은 시차를 두고 점진적으로 나타날 전망이다.

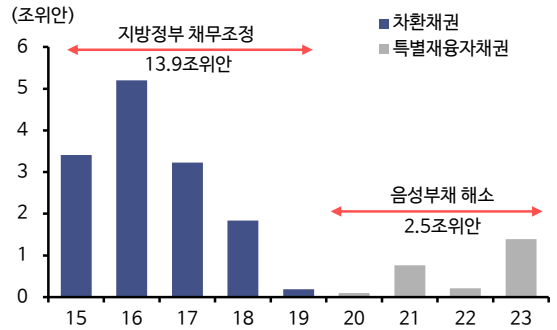


부동산 침체로 토지매각수익 급감



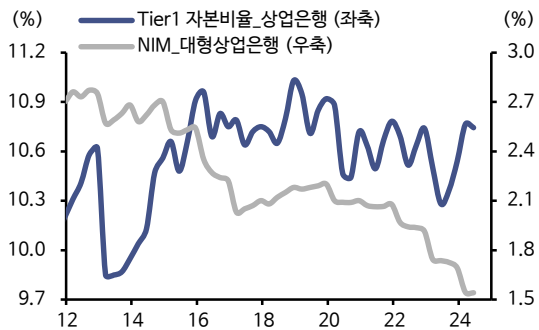
자료: WIND, 신한투자증권

지방정부 부채차환 사이클 재개



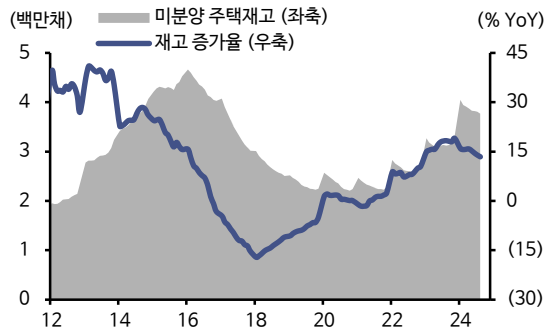
자료: WIND, 신한투자증권

상업은행 기본자기자본비율과 NIM 추이



자료: WIND, 신한투자증권

부동산 부양책의 핵심은 미분양 재고소진



자료: WIND, 신한투자증권

재정적자비를 확대 구간 생산자물가 상승



자료: WIND, 신한투자증권

재정 부양이 촉발한 상승랠리



자료: WIND, 신한투자증권

미·중갈등의 파고: 수출에서 내수, 생산에서 소비 전환

미국에 대응하는 중국의 전략, 안정적 내수를 기반으로 성장동력 확보

미국의 No.2 제재는 통상에서 시작해 첨단기술과 군용 에너지 자원 통제, 군사 긴장으로 확장되는 패턴을 답습한다. 견제 수단은 상이할 수 있으나 차기 정권에서 대중 견제 강도는 더욱 강화될 공산이 크다. 중국은 안정적 내수를 기반으로 성장동력을 확보하는 쌍순환 전략으로 대응할 계획이다. 내수 육성을 통해 미국의 압박에 대응할 수 있는 경제적 회복력을 구축하는 것이 목표다.

부동산 구조조정 7부능선통과. 부동산 회복 경로 [수요 진작] ⇨ [거래량 회복] ⇨ [가격 반등] ⇨ [신규투자 확대]

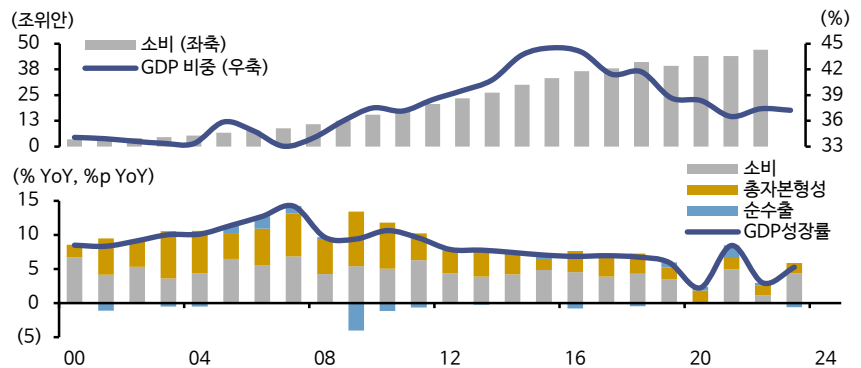
내수 부양 경로의 핵심은 부동산이다. [통화 완화] ⇨ [레버리징] ⇨ [부동산 상승] ⇨ [부의 효과] ⇨ [소비 확대]가 전통적 회복 경로다. 결국 부동산 경기 회복이 1) 소비심리 개선, 2) 디벨로퍼 신용 안정, 3) 지방정부 재정 강화로 이어지는 내수부양 전략의 출발점이다. 크게 두 가지 측면에서 접근할 수 있다. 먼저 공급측이다.

팬데믹 기간 세계 각국이 유동성 확대를 통해 경기부양을 시도한 반면, 중국은 부동산 디레버리징을 통한 구조조정을 단행했다. 3대 레드라인 규정을 적용하며 신용공급을 억제했고, 그 여파로 실물경제와 금융시장에 복합적 위험이 발생했다. 대규모 채무불이행을 동반했으나 구조조정 성과도 상당부분 확인된다. 이제 우량 디벨로퍼를 중심으로 시장을 재편하며 구조조정 속도 조절에 나설 전망이다. 동 과정에서 1)민간부채의 정부부채 전환, 2) 금융시장을 통한 부실 소화도 필요하다.

점진적 수요 회복을 기대한다. 지난 9월 정치국회의에서 최고지도부는 ‘부동산 하락 방지와 회복 유도(止跌回穩)’를 공언했다. 공급측(기업) 구조조정 속도 조절 속 수요측(가계) 레버리징이 재개될 전망이다. 1) LPR 5년물 인하 사이클을 강화하며 주담대 금리는 사상 첫 2%대 진입이 예상된다. 2) 수요측 규제 핵심인 주택구매제한(限购) 조치 또한 1선도시를 제외하고 일괄 해제를 결정했다.

중국 부동산의 회복은 [신용 확대] ⇨ [거래량 회복] ⇨ [가격 반등] ⇨ [디벨로퍼 투자 확대] 순으로 진행된다. 2025년 상반기 중 1~2선 도시를 중심으로 수요 회복이 나타날 전망이다. 단, 신규투자는 수요에 약 6개월~1년가량 후행하는 점에 유의해야 한다. 중국발 시크리컬 회복 시기는 예상보다 지연될 공산이 크다.

중국 GDP 내 소비비중과 성장기여도 분해



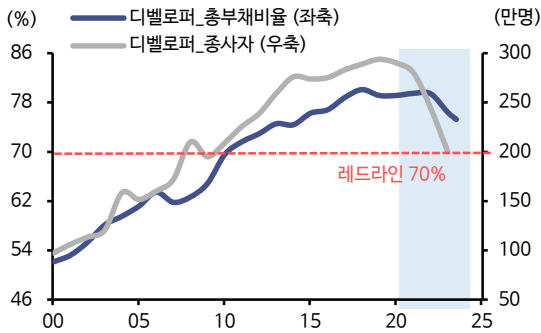
자료: WIND, 신한투자증권

미국 트럼프 대중 정책

분야	주요 내용
對中 인식	중국을 복합적 위협으로 규정하며 높은 수준의 위협이라는 인식을 유지
외교·통상	1기 정부 이상의 미국 우선주의를 기반으로 국제 관계에서 양자협상 강화 시도
對中 노선	기존의 상호의존적 관계성을 의도적으로 단절하는 디커플링 기반 전략적 독립 추구
견제 수단	중국에 대한 최혜국 대우 박탈, 4년에 걸쳐 필수재화 중국발 수입 단계적 중단
관세	국내 제조업 부흥 위한 보편/상호적 관세 확대 (중국산 수입품에 대해서는 60% 부과)
에너지	전기차 의무화 등 바이든 정부의 친환경 정책 철회를 통해 친환경 산업 중국 의존 종식
인권	임기 중 인권 탄압에 관여한 중국 당국자를 제재하는 위구르 인권정책 법 서명
양안관계	대만에 압박 가하면서도 중국의 대만 봉쇄 저지 의사 내비치는 등 전략적 모호성 유지

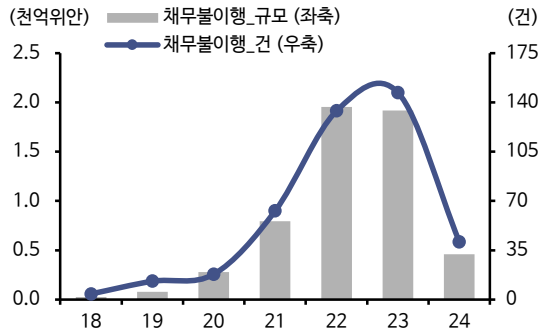
자료: 언론 종합, 신한투자증권

부동산 디벨로퍼 구조조정 성과



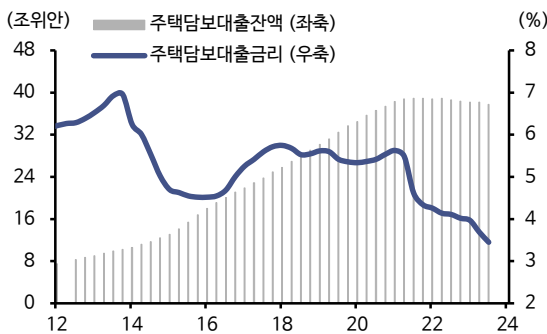
자료: WIND, 신한투자증권

부동산 채무불이행 규모 유의미하게 감소



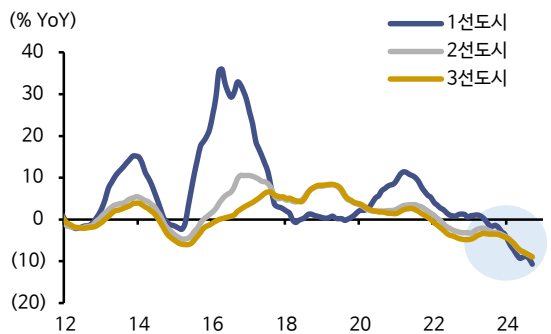
자료: WIND, 신한투자증권

가계 레버리징 재개 유도



자료: WIND, 신한투자증권

내년 상반기 대도시 중심 수요회복 예상



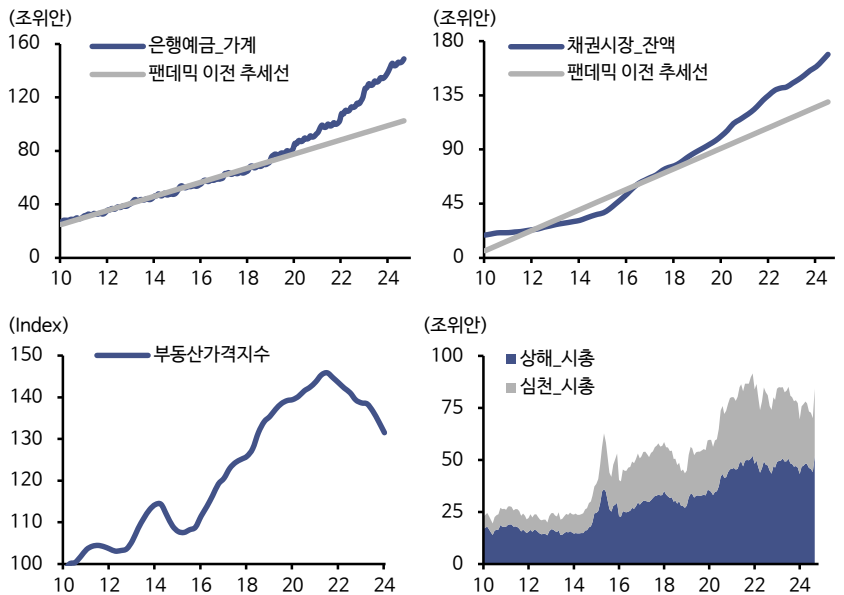
자료: WIND, 신한투자증권

자산시장 유동성 시프트(Shift): 안전자산에서 위험자산으로 이동

안전자산으로 극단적
쏠림이 유동성 함정의 배경.
자산시장(주식+부동산)
부양 통해 부의 효과 유도

팬데믹 이후 중국 자산시장의 가장 큰 변화는 위험선호심리의 극단적 위축이다. 부동산과 주식시장 동반 침체 속 안전자산(예금 + 국채)으로 유동성쏠림이 심화됐고 투자와 소비 위축, 금융시스템 약화까지 야기됐다. 이에 정부는 자산시장(주식+부동산) 부양으로 부의 효과를 재현할 계획이다. 과거와 달리 정부가 명시적으로 자산시장 가격을 언급하며 개입에 나선 배경이다. 1) 투자 접근성, 2) 위험선호 회복 속도, 3) 정책효과 시차 측면에서 가격 회복은 주식시장이 부동산에 선행할 전망이다. 2025년 상반기는 주식시장, 하반기는 부동산 시장 회복을 기대한다.

안전자산(예금 + 채권)과 위험자산(주식 + 부동산)의 희비가 교차한 지난 3년



자료: LSEG, 신한투자증권

주식시장 부양에
진심인 정부

- 1) 국무원 밸류업 '국9조'
- 2) 국유기업 KPI 시총 추가
- 3) 인민은행 주도 증시부양

주식시장에 미온적이던 중국 정부는 시장 기대관리(expectation management) 강화에 나서며 적극적 대응으로 전환하고 있다. 국무원 차원의 밸류업 프로그램 '국9조' 출범이 대표적인 예다. 배당이 저조한 기업을 특별관리종목(ST)으로 지정할 정도로 주주환원정책이 강화된다. 국유기업 경영진 KPI에 시가총액 항목을 추가한 점도 주목할 만한 변화다. A주 시총의 과반을 차지하는 국유기업의 저평가 해소 노력은 본토증시 밸류에이션 리레이팅에 긍정적으로 작용할 전망이다.

주식시장 부양에 사상 처음으로 중앙은행인 인민은행(PBoC)도 동원된다. 과거 증권당국이 주도했던 미시적인 정책 대응과 차별화되는 지점이다. 1) 3,000억위안 규모 자사주매입 재대출 프로그램, 2) 5,000억위안 규모 스왑창구(SFISF)를 통해 주식시장 지원에 나설 계획이다. 전방위적 정책 지원에 상장사들도 동참하고 있다. 2024년 A주 반기 배당총액은 전년동기대비 158.5%, 자사주매입은 전년동기 대비 62.5% 증가했다. 중국은 정부가 의지를 가지면 시장도 변화할 수 있는 국가다. 전면적인 정책 전환 속 주식시장으로 자금 유입을 기대한다.

2024년 중국 자본시장 부양책 타임라인

일자	기관	내용
1/22	국무원	리창 총리 상무위에서 자본시장 안정화 대책 지시
1/24	국자위	'상장사 시총관리'를 국유기업 경영진 KPI에 포함
2/6	CIC	지수형 ETF 매수 통한 증시부양 공식화
2/20	증감회	알고리즘 규제 강화 및 악성 공모도 방지 TF 추진
4/12	국무원	벨류업 프로그램 '신(新) 국9조' 발표
4/19	증감회	홍콩 주식시장 활성화 조치 발표
7/22	증감회	개인투자자 및 사모펀드 공모도 증거금 요율 상향
9/26	정치국	보험사 등 중장기 자금 주식시장 유입 추진
10/18	인민은행	주식시장 유동성 지원 목적 스왑제도(SFISF) 출범

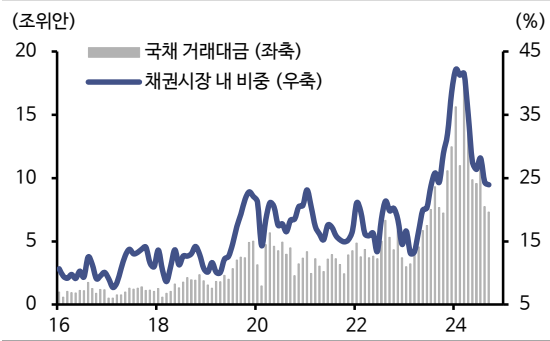
자료: 국무원, 신한투자증권

국유기업 성과측정지표(KPI): 시가총액 추가



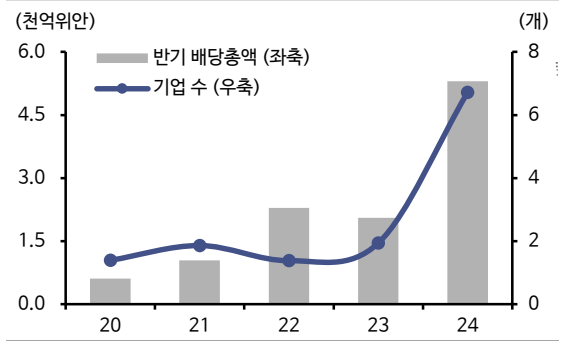
자료: 국유자산관리위원회, 신한투자증권

채권 버블 제동에 나선 정부



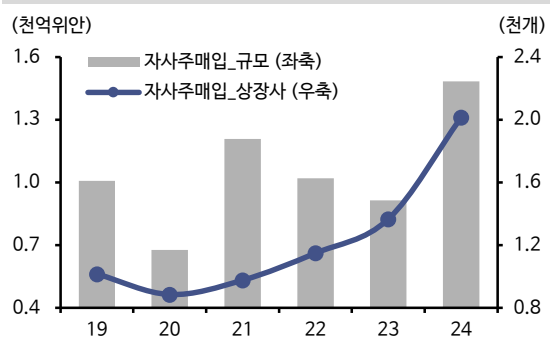
자료: WIND, 신한투자증권

반기 배당총액 추이



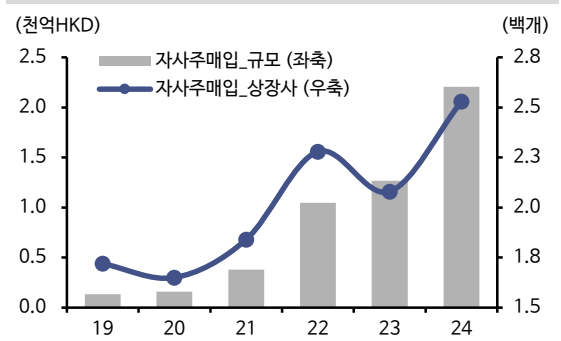
자료: WIND, 신한투자증권

본토 A주 자사주 매입규모 추이



자료: WIND, 신한투자증권

홍콩 자사주 매입규모 추이



자료: WIND, 신한투자증권

2025년 중국 주식시장 투자전략: 전환(轉換), 그리고 반격(反擊)

정책 전환이 동반할 중국의 업사이드 리스크. 2025년 중국자산 초과성과 기대

중국 주식시장을 결정하는 변수는 정책(=기울기)과 실적(=연속성)

그간 중국 주식시장은 매크로 경기 둔화와 정부의 기대관리 실패로 부진을 거듭했다. 하지만 9월 정치국회의를 기점으로 정책 연속성을 확보하며 시장 기대감을 충족하고 있다. 1) 확장 재정 전개, 2) 내수주도 성장, 3) 자산시장 부양 등 전면적인 정책 전환에 진입했다. 2025년 중국 주식자산의 초과성과를 기대하는 배경이다. 중국 주식시장을 결정하는 변수는 결국 정책과 실적에 있다. 상승의 기울기는 매크로 정책(=Multiple)이, 연속성은 경기(=EPS)가 결정하는 구조다. 세계시장 대비 상대성과가 돋보였던 시기 또한 대규모 재정부양 집행 구간과 일치한다.

2025년 A주(상해+심천) 순이익은 6.7조위안(+13.3% YoY)이 예상된다. 컨센서스의 신뢰도는 높지 않으나 정책 사이클 강화에 따른 추정치 향상이 뒤따를 전망이다. 기술주 중심 선전증시의 가파른 이익 성장이 예상되는 가운데 재정 부양에 따른 구경제 중심 상해증시의 이익 성장기여도 확대가 기대된다.

기업이익의 핵심은 여전히 신경제(테크/AI/재생에너지)다. 이익증가율과 성장기여도 공히 우위에 있다. 정책 수혜와 실적 개선 동반되는 반도체가 IT 이익을 주도할 전망이다. 2차전지는 과잉생산과 경쟁심화에도 탑플레이어 중심 세계 점유율 확장하며 성장을 재개할 것으로 보인다. 구경제는 각기 다른 도전과 회복 요인이 상존하나 완만한 이익 개선을 기대한다. 부양책 규모와 부동산 경기, 소비심리 개선 강도가 변수다. 주택지원 정책과 파격적 모기지 금리 인하로 부동산 경기 회복 예상되나 신규투자 제한됨에 따라 민간주에 보수적 의견을 유지한다.

본토 주식시장 밸류에이션 확장 여력 잔존. 역발상(내수주) 전술 고민할 시점

본토 주식시장 밸류에이션 역사적 평균 하회. 신흥국 대비 여전히 저평가 국면

밸류에이션 리레이팅 여력도 높다. CSI300 12MF PER은 12.9배로 5년 평균 13.9배를 하회한다. 부동산 침체 산업규제 리스크를 반영한 가격으로 저평가 국면에 있다. 과거 밸류에이션 훼손을 야기한 공동부유 정책 기조는 사실상 철회했다고 본다. 규제 일변도에서 탈피해 시장경제 지원으로 전환했다는 판단이다.

과거 재정부양 집행 구간 +1표준편차를 상회하는 멀티플 반등을 수차례 경험했다. 정책 규모가 관건이나 보수적 시각 적용해도 상승여력은 남아있다고 본다. 시각을 세계 주식시장으로 확장해도 중국자산의 매력은 여전히 유효하다. 非중국 신흥국 대장인 인도는 물론, 아세안 국가인 태국과 인니보다도 저평가되어 있다.

테크(반도체+AI) long, 내수(금융+소비) Short 구도 반전 가능성 주목

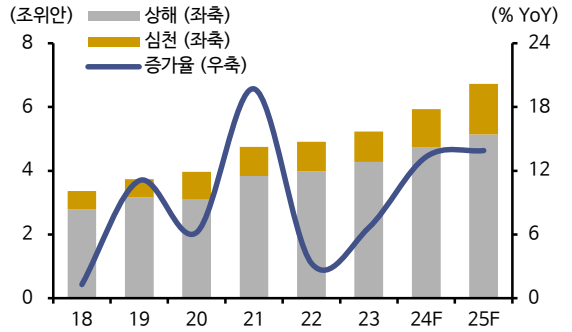
투자전략 측면에서는 Contrarian(역발상) 전술을 고민할 시점이다. 팬데믹 이후 중국 기관은 테크(반도체+AI) 중심의 기술주 Long, 내수주(금융+소비) Short 일변도로 대응해왔다. 고용과 소비의 동반 위축에도 미·중갈등에 대응해 정부정책 방향성이 기술경쟁에 경도된 결과다. IT하드웨어(반도체), 전력설비(2차전지/태양광) 등 기술주 주도주 역할 이어질 공산이 크나 과도한 수급 쏠림은 부담스럽다. 역발상 관점에서 수급 빈집인 내수 소비주에 주목한다. 로컬 공모펀드의 여행, 화장품, 음식료 등 주요 소비재 섹터 편입비중은 백분위 하위 25%에 위치한다.

실적(≒EPS)보다 정책(≒Multiple)에 민감



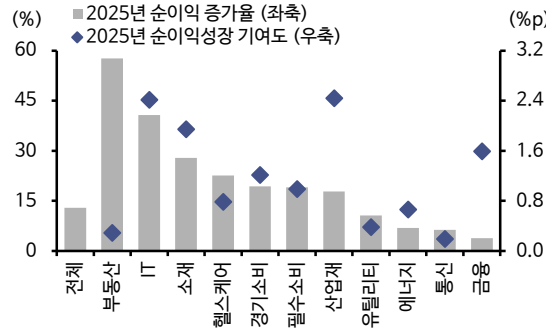
자료: WIND, 신한투자증권

2025년 A주 순이익 +13.3% YoY 전망



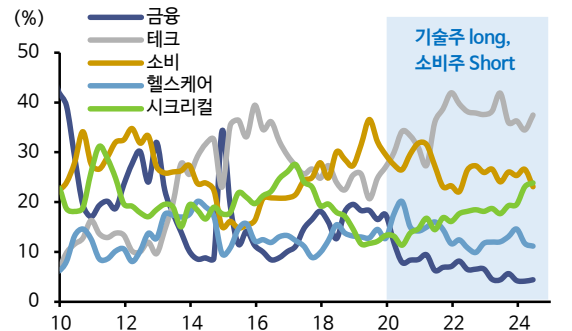
자료: WIND, 신한투자증권

A주 업종별 순이익 증가율과 성장 기여도: IT주도



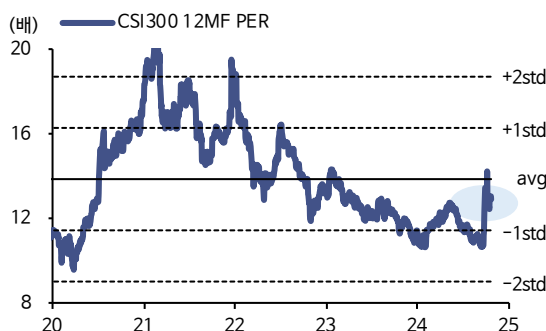
자료: WIND, 신한투자증권

로컬 공모펀드 스타일 Overweight 변화



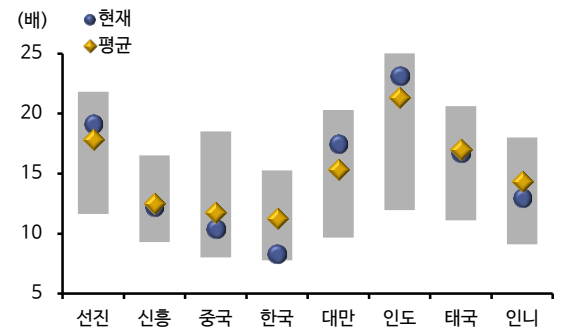
자료: WIND, 신한투자증권

CSI300 12MF PER: 평균 하회



자료: LSEG, 신한투자증권

주요국 밸류에이션 밴드: 중국 여전히 싸다



자료: LSEG, 신한투자증권

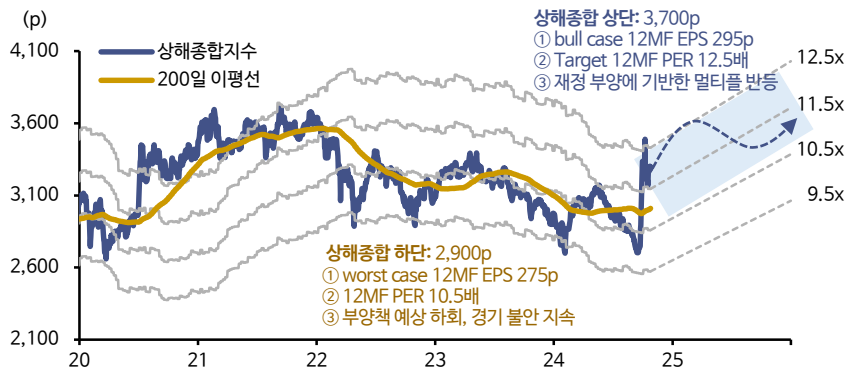
2025년 상해종합 2,900~3,700p. EPS보다 멀티플이 핵심 변수

2025년 2분기까지 정책 사이클 강화 구간
하반기부터 정책 효과 검증 직면, 변동성 경계

2025년 상해종합 밴드는 12MF PER 10.5~12.5배를 적용한 2,900~3,700p로 제시한다. 상단 3,700p는 bull case(대규모 재정 집행과 순환적 경기 회복) 가정해 EPS 295p에 PER 12.5배를 적용했다. 하단 2,900p는 worst case(부양책 규모 예상 하회 및 경기불안 지속)를 반영해 EPS 275p에 PER 10.5배를 적용했다.

연말부터 2025년 2분기까지 정책 사이클 강화 구간이다. 우호적 정책 여건 속 위험선호 개선을 기대한다. 3분기부터는 정책 효과 검증의 시간이다. 지표와 실적으로 증명되지 못한다면 주가는 거친 되돌림의 경로를 맞이할 전망이다. 즉, 상반기는 정책(≒Multiple), 하반기는 경기(≒EPS)가 핵심 변수다. 정책 민감도가 높은 중국 증시 특성상 상반기에 목표수익률을 제고할 필요가 있다.

2025년 상해종합지수 12MF PER 밴드 2,900~3,700p (10.5~12.5x)



자료: LSEG, 신한투자증권

스타일/업종전략: 1) 외국인(음식료/백주), 2) 소비재(화장품), 3) IT(반도체)

수급 빈집인 내수 1등주 (음식료/백주/화장품/가전) 비중확대 권고.
반도체 장비주로 알파 추구

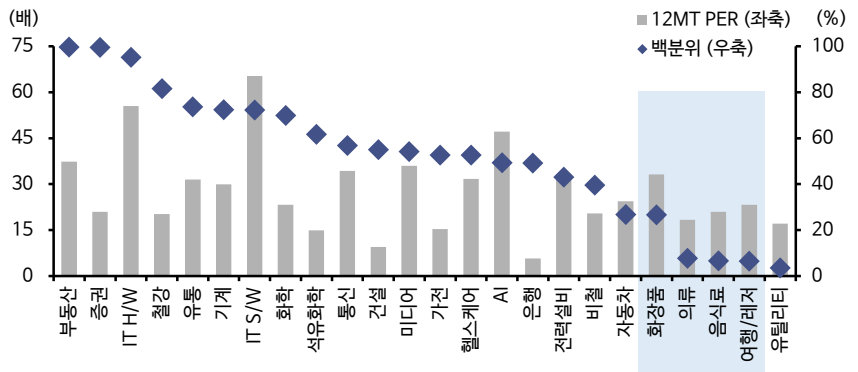
A주 외국인 보유시총은 2021년 말 3.0조위안에서 2024년 3분기 2.4조위안으로 급감했다. 빅테크 규제, 부동산 위기와 성장 둔화의 결과다. 업종 측면에서는 소비주 비중은 급감했으나 IT와 산업재 비중은 상승했다. 정부의 우선순위가 기술 경쟁과 생산확대에 경도된 영향이다. 정부는 확장 재정과 내수부양, 규제 완화로 전면적 정책 전환을 추진하고 있다. 이탈한 외국인 수급이 다시 유입되며 주식시장 강세를 견인할 전망이다. 외국인은 전통적으로 ROE와 순이익률이 높은 내수 1등주를 선호해왔다. 음식료(백주/조미료), 가전, 플랫폼/빅테크가 이에 해당한다.

화장품, 음식료, 의류, 여행/레저 등 주요 소비재 섹터 PER은 과거 5년 평균 하위 20% 수준으로 역사적 저평가 구간이다. 업황 부진에도 차별적인 전략으로 활로를 개척하는 기업들은 존재한다. 그간 시장 지배력을 확대한 1등 기업들의 경기회복 국면에서 실적 우위를 예상한다. ① 화장품: 차별화된 마케팅과 온라인 유통채널로 난관을 타개한 로컬 1위업체 프로야(603605.SH)에 주목한다.

② 가전: 부동산 부양책과 이구환신 정책은 가전 업종에 더할 나위 없는 주가 반등 트리거다. 수출 경쟁력까지 지닌 메이디그룹(000333.SZ)을 관심종목으로 제시한다. ③ 백주: 귀주모태(600519.SH)는 백주 수요 둔화에 브랜드 로열티로 고마진을 유지하고 있다. 소비재 중 외국인 최선호주로 투자매력이 유효하다.

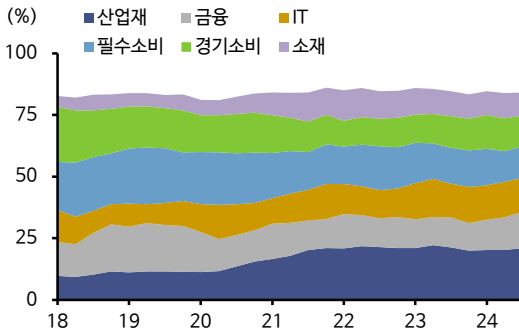
미국 반도체 규제에 대응한 강력한 정책 지원(반도체 3기 펀드)과 전망수요(스마트폰/전기차/AI) 회복에 중국 반도체 업종은 호황 국면이 지속될 전망이다. 첨단 공정 돌파 지연에도 로컬 파운드리가 주도하는 레저시공정 중심 CapEx 확대에 전공정장비부터 패키징, 소재까지 수주잔고가 급증하는 추세다. 파운드리에는 1) 높은 생산비용(구형장비 영향), 2) 저부가가치 공정 중심 매출 발생, 3) 높은 감가상각비로 인해 수익성에 부정적 영향이 잔존한다. 결국 반도체 굴기의 최대 수혜주는 여전히 전공정 장비주라는 판단이다. 대표기업인 베이팡화창(002371.SZ)은 식각, 증착, 세정 등 분야 장비 수주 급증하며 차별적인 성장이 지속될 전망이다.

A주 업종별 12MT PER 및 백분위 레벨: 소비주 저평가



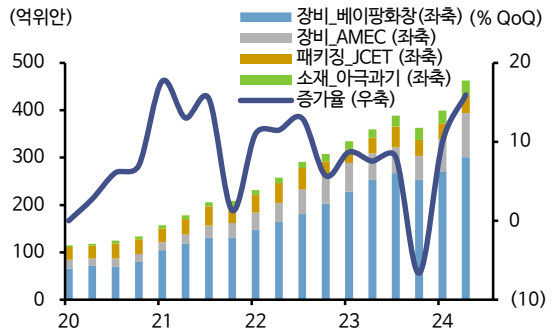
자료: WIND, 신한투자증권

A주 외국인 보유시총 스타일 변화



자료: WIND, 신한투자증권

반도체 업체 수주잔고: 장비주 주도



자료: WIND, 신한투자증권