

2025. 8. 19 (화)

최설향의 Real China



글로벌 투자전략-신중국
Analyst 최설향
02. 6454-4883
xuehua.cui@meritz.co.kr

상해종합 10년래 최고치 이후의 투자전략

- ✓ 상해종합지수, '15년 8월 이후 10년래 최고치 달성
- ✓ 전형적인 금융 장세로 개인 신용과 기관자금의 추가 유입에 일정 기간 지속 가능
- ✓ 중기적인 상승장을 위해서는 실적 장세 뒷받침 필요, 하반기 홍콩보다 본토 선호

상해종합지수, 10년래 최고치 기록

상해종합지수 3,745pt로
10년래 최고치 기록

18일 상해종합지수가 장중 3,745pt를 기록하며 '15년 8월 20일 이후 10년 만의 최고치를 기록했다. 물론 연초대비 11% 오르며, 홍콩증시 상승폭(26%)보다 낮으나 4월 7일을 저점으로 꾸준히 5개월간 상승한 경험도 중국 주식시장에서는 드물다. 작년 9월 말부터 시작된 정부의 주식시장 부양책이 효과를 발휘하고 있는 것으로 보인다.

대형주보다 중소형주 강세

대형주보다는 중소형주의 강세가 뚜렷했다. CSI500 지수가 연초대비 16.5% 오른 것 대비 CSI300의 상승폭은 7.7%에 그쳤기 때문이다. 또한 이번 4/8일부터 시작된 반등장에서는 방산(+54%), 통신(+49%), 헬스케어(+47%), 기계(+46%), H/W(+44%), S/W(+42%) 등 IT 성장주 중심으로 급등했다.

그림1 상해종합지수 장중 3,745pt까지 상승하며 '15년 8월 이후 10년 만의 최고치 기록



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

중국증시 강세는 유동성 주도 랠리

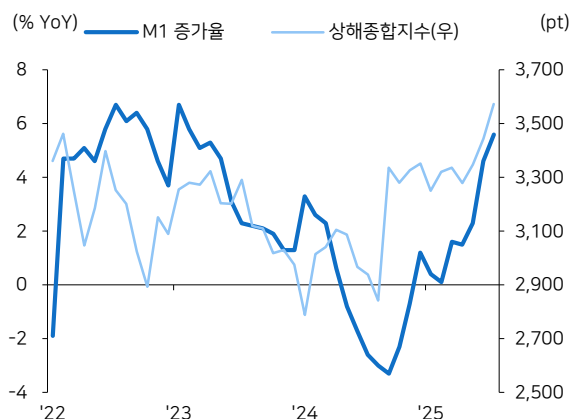
현재는 투자심리 개선에 따른
전형적인 금융 장세

최근 중국증시의 강세는 ▲ 대외적으로는 미중 관세 관련 불확실성이 완화되고, ▲ 대내적으로는 출혈 경쟁 억제 및 물가 개선 기대 강화에 따른 유동성 랠리의 전개 결과로 판단된다.

지표 측면에서도 이런 흐름이 확인된다. 7월 M1은 전년동월대비 5.6% 증가하며, 5개월 연속 반등해 시중 유동성 개선을 시사했다. 주식시장의 일평균 신용잔고도 2조 위안을 돌파하며 2015년 8월 이후의 최고치였고, 18일 일평균 거래대금은 올해 최고인 2.5조 위안까지 상승했다. 이는 시장 내 풍부한 유동성을 방증한다.

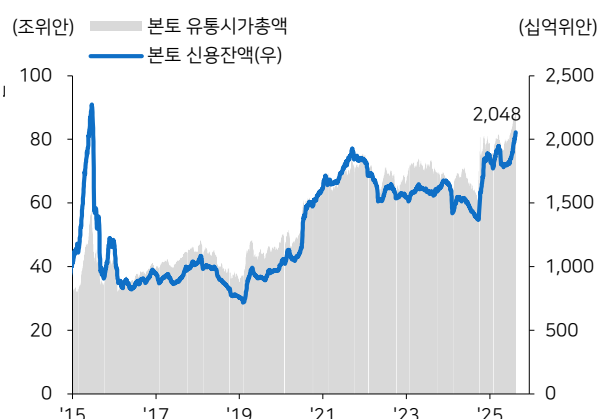
따라서 개인 투자자들의 위험자산 선호심리도 뚜렷하게 강화되고 있다. 7월 비은행 금융기관의 개인 예금 잔액은 2.1조 위안을 돌파하면서 가계 예금이 증권사 예탁금으로 전환되는 흐름이 본격화 될 가능성을 예고했다. 이는 FOMO에 기반한 개인 자금이 증시로 빠르게 유입되고 있음을 보여준다.

그림2 중국 M1 증가율 5개월째 반등하며 증시 반등 견인



자료: 인민은행, 메리츠증권 리서치센터

그림3 본토증시 신용잔고 2조 위안 돌파, 10년래 최고



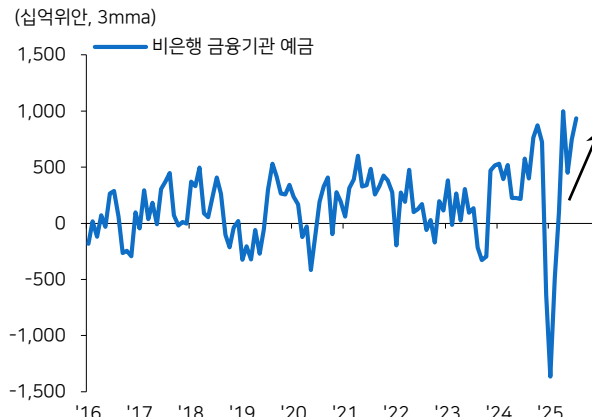
자료: 중국증권거래소, 메리츠증권 리서치센터

그림4 본토증시 일평균 거래대금도 2.5조 위안으로 올해 최고치



자료: 중국증권거래소, 메리츠증권 리서치센터

그림5 비은행 금융기관의 신규 예금액 빠르게 증가



주: 3개월 이동평균 기준 / 자료: 인민은행, 메리츠증권 리서치센터

반면 펀더멘털 개선은 지연

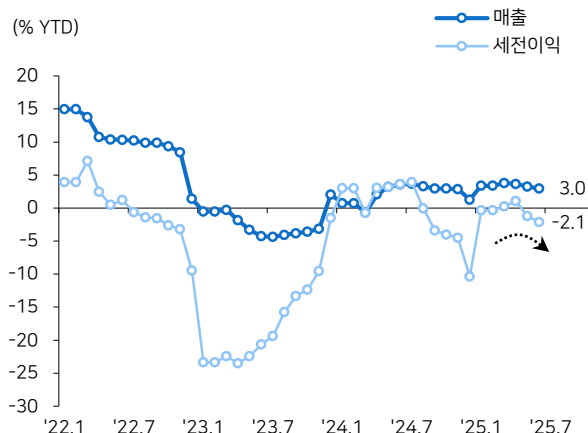
반면 기업이익 등 펀더멘털
개선은 아직 미미

반면 중국 상장기업의 이익 펀더멘털은 아직 뚜렷한 개선세를 보이지 않고 있다. 주요 공업기업들의 세전이익은 6월부터 전년동월대비 감소세로 다시 전환되었고, 상장사들의 12개월 예상 주당순이익(EPS)도 3개월 전 대비 +0.7% 상승에 그쳐 미국(+3.9%), 유럽(+3.2%), 한국(+2.5%)과 비교해 낮은 수준에 머물고 있다(그림 6, 7).

하반기 추가 약화 가능성도 존재

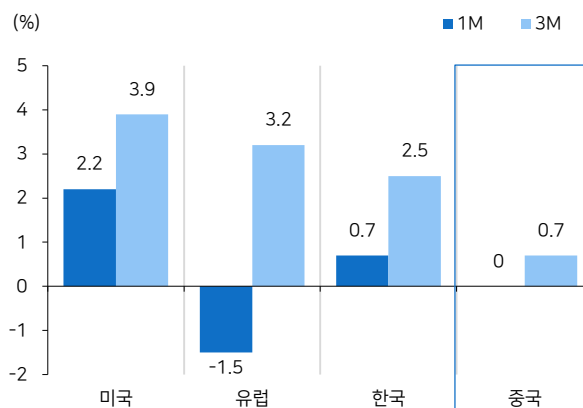
한편 하반기에는 중국의 관방 제조업 PMI는 계절적인 하락 경향을 보이고 있어 물량 면에서의 모멘텀 약화가 예상된다(그림 8). 물론 공급측 구조조정을 통한 물가 반등 가능성이 존재하지만, 높아진 정책 기대와 달리 물가의 회복세는 아직 미약하다(그림 9).

그림6 주요 공업기업의 매출과 세전이익의 누적 증가율 추이



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

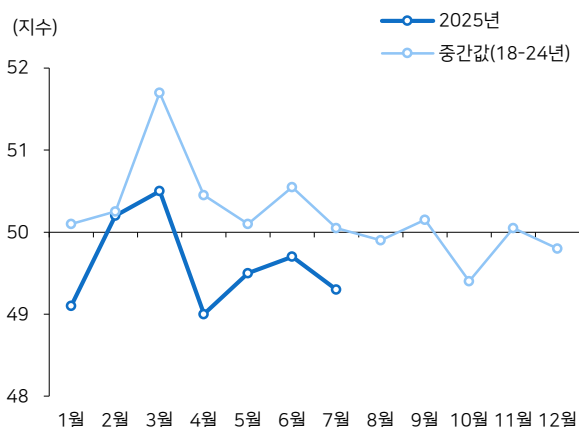
그림7 주요국 12개월 예상 EPS 전망치 변동폭 비교



주: MSCI 국가별 지수 기준

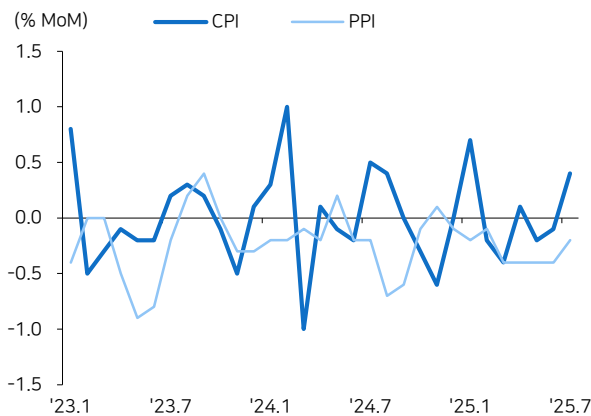
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림8 중국 관방 제조업 PMI: 통상 하반기 모멘텀 약화



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림9 공급 구조조정 기대 대비 물가의 반등폭은 아직 미미

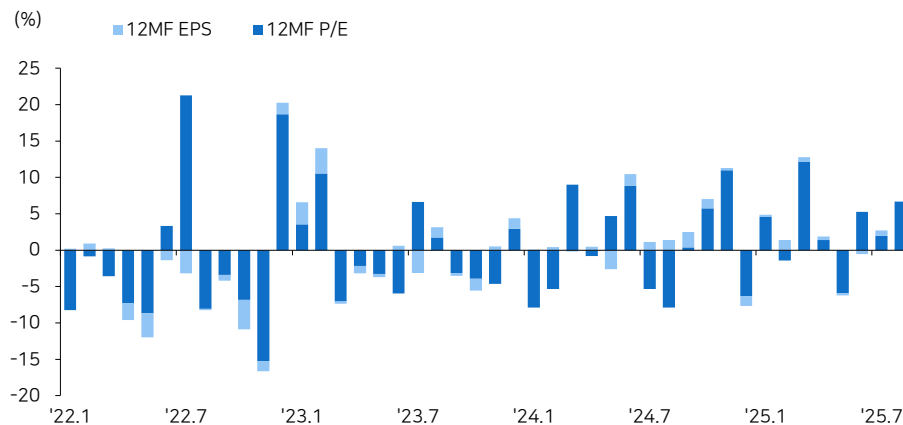


자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

전망: 유동성 랠리 추가 이어질 것이나 변동성 확대 예상

정리하면 최근 중국증시는 펀더멘털보다는 유동성에 기반한 랠리 성격이 강하다. MSCI CHINA 지수 기준 7월 한 달간 약 9.6% 상승했는데, 이 중 밸류에이션 확장이 8.8%를 차지해 상승 기여도가 92%에 달했다(그림 10).

그림10 MSCI CHINA 지수 월간 변동폭: 7월 밸류에이션의 상승이 92% 기여



주: 8월 15일 종가 기준

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

개인 및 연기금/보험 자금으로 유동성 랠리 일부 지속될 것

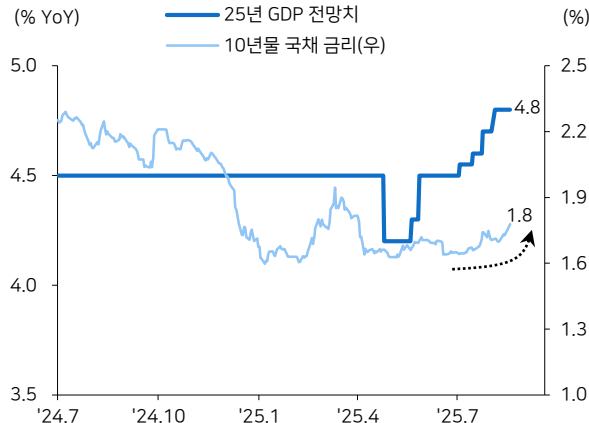
앞으로 이런 유동성 랠리는 일정 부분 지속될 것으로 보인다. 본토증시의 신용 잔고가 2조 위안을 넘어 부담이 커졌지만, 유통시가총액 대비 비율은 2.3%로 '15년 버블 고점(4.3%)의 절반 수준으로 추가 여력이 있다(그림 11). 또한 올해 중국의 경제성장률 전망치가 상향 조정되고 하반기 통화완화 기대가 약화되면서 중국의 10년물 국채 금리가 1.6%에서 1.8%로 상승했다. 향후 정책이 물가 개선에 집중한다면 중국 채권 투자의 매력은 약화되면서 연기금·보험사 등 기관 자금의 주식 비중 확대 요인으로 작용할 수 있다. 즉 개인과 기관자금의 추가 유입 가능성이 현재 랠리를 뒷받침 할 수 있다는 생각이다(그림 12).

그림11 유통시가총액에서의 신용잔고 비중은 2.3%로 안정적



자료: 중국증권거래소, 메리츠증권 리서치센터

그림12 '25년 GDP 전망치 상향 조정과 함께 금리도 상승



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

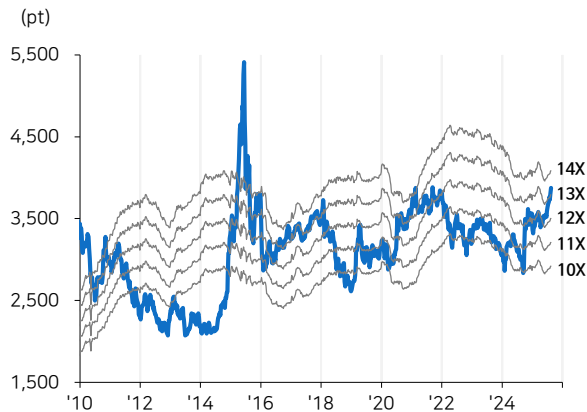
현 시점에서 상해종합 및 홍콩H
추가 6.4%, 5.8% 상승 여력 존재

밸류에이션 측면에서 과거 2015년 유동성 랠리 당시의 연평균 12개월 예상 P/E를 적용해보면, 상해종합지수는 3,968pt(13.9배 적용), 홍콩H지수는 9,556pt(8.2배 적용)까지 상승이 가능하다. 8/18일 종가기준으로 각각 +6.4%, +5.8%의 추가 상승 여력이 있다.

중기 상승장을 위해서는
실적 장세 뒷받침 필요

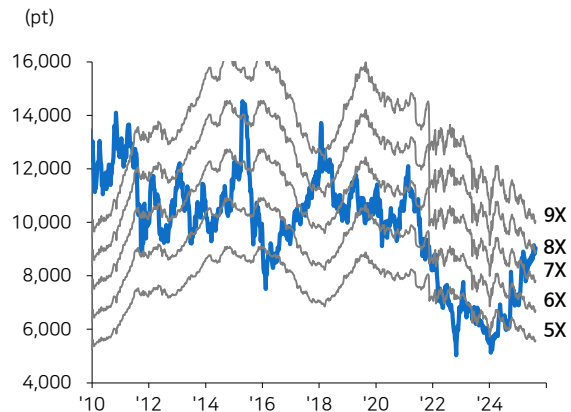
다만 최근 반등으로 각 지수들의 밸류에이션이 이미 많이 올라와 있어 향후 시장 변동성은 확대될 전망이다. 또한 중기적으로 증시의 지속성을 좌우하는 핵심은 펀더멘털 개선 여부이고, 상장사들의 ROE가 개선되어야 밸류에이션의 추가 확장도 가능하다. 이에 반해 현재 중국 내 가계와 기업 대출이 동반 감소하는 등 실물경제와 금융시장의 괴리가 확대되고 있어 면밀한 모니터링이 필요해 보인다.

그림13 현재 상해종합지수의 12MF P/E는 13.0x



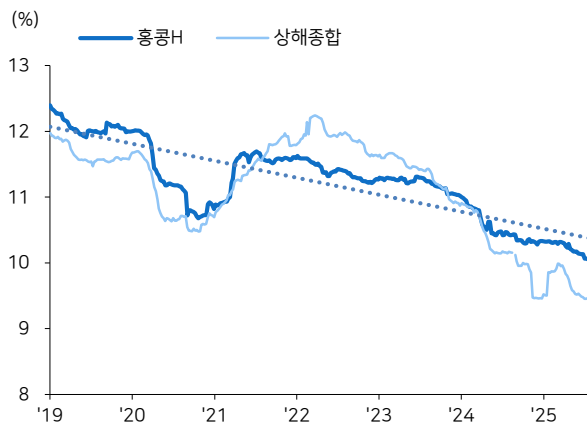
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림14 현재 홍콩H지수의 12MF P/E는 7.8x



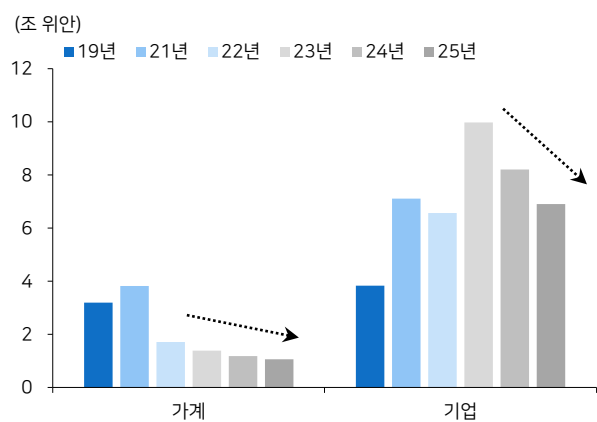
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림15 상해종합과 홍콩H지수의 12MF ROE: 아직 우하향



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림16 매년 1~7월 가계와 기업의 중장기 대출액: 모두 감소



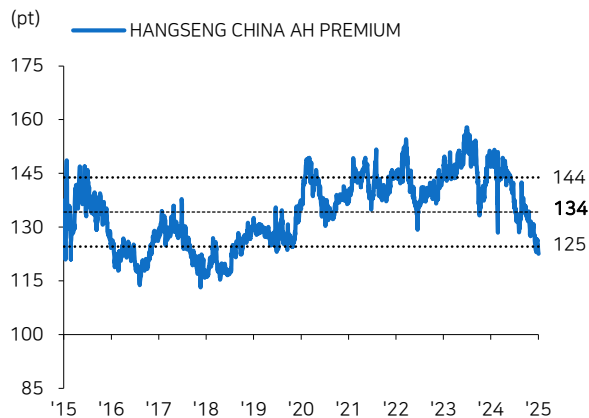
자료: 인민은행, 메리츠증권 리서치센터

가격 매력도 측면에서 홍콩보다 본토증시 선호

시장 전략 측면에서 하반기 본토증시를 홍콩보다 상대적으로 선호한다. 이는 본토 증시의 가격 매력도가 홍콩보다 더 높기 때문이다. 상반기 홍콩증시가 본토보다 빠르게 오르면서 홍콩의 할인율을 나타내는 A/H 프리미엄지수가 현재 지난 10년간의 -1 표준편차 레벨에 있다. 추가 하락(홍콩 강세)이 있을 수 있지만 본토의 가격 매력도가 더 높은 구간으로 진입했다(그림 17). 또한 홍콩증시는 달러와의 역 상관성이 강한데, 9월 미국 연준의 1회 금리 인하 기대가 이미 금융시장에 대부분 반영되어 있어, 만약 추가 금리 인하가 없다면 달러 강세 전환이 홍콩증시에 부담으로 작용할 수 있다.

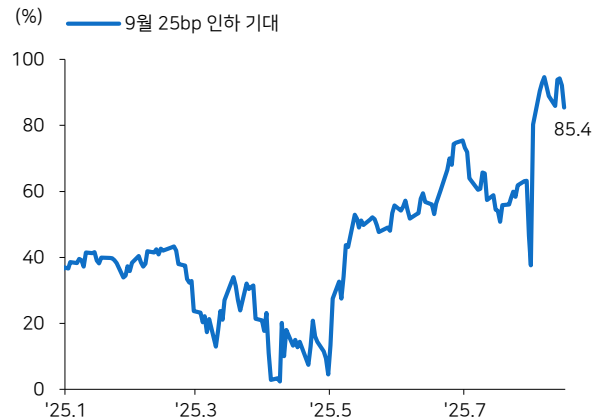
이에 지수 투자 관점에서는 하반기 본토가 홍콩보다 상대적으로 유리하며 홍콩은 지수보다는 개별 기업의 실적 개선에 초점을 맞춘 바텀업 전략이 유효할 것이다. 하반기부터 중국이 점차 디플레이 환경에서 벗어난다고 가정한 상태에서 항셱테크보다는 그동안 저평가된 CSI300 지수의 상대적 강세 가능성이 높다.

그림17 10년간 A/H 프리미엄: 현재 -1 표준편차 수준



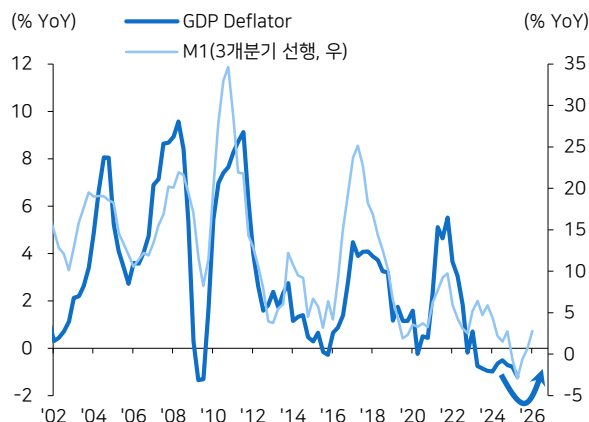
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림18 9월 미국 연준의 금리 인하 기대치 85%까지 상승



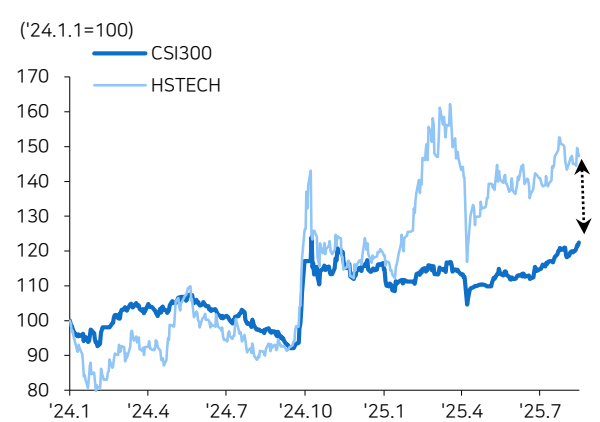
자료: CME FedWatch, 메리츠증권 리서치센터

그림19 중국 Deflator: 상반기기를 저점으로 완만한 반등 예상



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림20 중국의 물가 반등은 CSI300(대형주) 반등에 유리



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 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.