



중국은 지금

최근 중화권 증시의 기대감 및 리스크 점검



키움증권 리서치센터 글로벌리서치팀
I China Strategy Analyst 박주영 jyp.lark@kiwoom.com

SUMMARY

중화권 증시의 주가-이익 괴리 확대 국면이 10월 말까지 지속될 것으로 예상된다. 차익실현 매물 출회와 정부의 시장 과열 개입 우려에도 불구하고 외국인투자자와 중국 가계 자산의 추가 유입 가능성, 완화된 지정학적 리스크 및 공급측 개혁 정책 기대감이 4중전회와 APEC 정상회담 전까지 지속될 것으로 예상되기 때문이다. 9월 이후 본토 대비 아웃퍼폼하고 있는 역외 증시가 상대적으로 우위를 지속할 것으로 예상되나, 주가와 이익간 괴리가 확대된 만큼 지수보다는 업종/테마에 대한 선별적인 접근이 타당하다는 판단이다.

확대된 주가-이익 괴리가 10월 말까지 지속될 것으로 예상

미국 금리 인하: 미국이 기존 금리를 인하했다. 외국인 자본 유입 기대감 등 본토/홍콩 증시에 전반적으로 긍정적인 투자심리로 작용할 전망이다. 최근 외국인의 중국 시장에 대한 관심이 확대되고 있으며, 실제로 8~9월 점진적으로 유입되고 있는 것으로 판단된다. 추가 유입 여력은 충분하나 이러한 흐름이 추세적 상승으로 이어지기 위해서는 부양책 또는 경기 회복 시그널 확인이 선행될 필요가 있다.

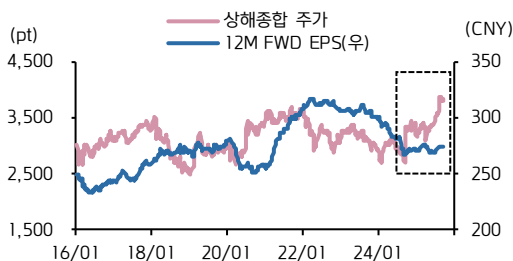
결국 중화권 증시의 추세적인 상승을 위해서는 미국의 금리 인하보다 중국 경기에 달려 있다. 과거 같은 보험성 금리 인하 기간이었던 19년에는 정부의 과도한 레버리지 제한으로 경기 회복이 부진하며 증시는 박스권에 머물렀던 반면 24년에는 부양책으로 인해 증시가 크게 상승했다. 또한 16~17년 미국의 금리 인상 사이클임에도 공급측 개혁과 투자 확대에 따른 경제 성장으로 인해 증시는 추세적으로 상승하는 모습을 보인 바 있다.

유동성/시장 과열: 현재 중화권 증시를 견인하고 있는 유동성 모멘텀은 유효하다. 8월 비은행예금 증가 및 예금 감소 추세가 최근 5년 추세를 상회하고 있어 중국 가계 자산의 증시 유입 기대감도 지속될 전망이다. 시장 과열 우려에 대해서는 현재 15년 수준에는 여전히 미치지 못하지만, 21년 수준까지 올라오면 서 정부의 증시 개입 불안감은 피할 수 없다는 판단이다.

공급측 개혁: 9/22 공신부 등 중국 5개 부처는 '철강 산업의 안정적인 성장 공작 방안(2025~2026)'을 발표했다. 향후 2년간 신규 증설을 금지했으며, 전체 생산량을 관리할 것을 밝혔다. 지난 7/1 제6차 중앙재정위원회에서 공급측 개혁에 대한 기대감이 확대된 이후 처음으로 구체적인 정책이 발표됐다. 향후 다수 산업에서 관련 정책이 발표될 것으로 예상되며, 이는 '공급과잉 완화 → PPI 상승 → 기업 이익 회복'에 대한 기대감으로 이어질 전망이다.

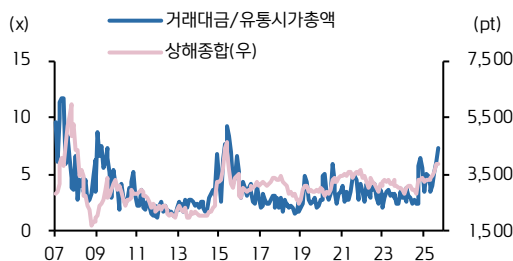
7~8월 본토 대비 부진했던 역외 증시가 9월 이후 추가 상승하는 모습을 보였다. 단기적으로 이러한 추세가 지속될 것으로 예상되나, 중화권 증시가 전반적으로 주가와 이익 간 괴리가 확대된 만큼 차익실현 매물 출회 가능성과 정부의 시장 과열 개입 우려는 불가피할 것으로 예상된다. 정책 기대감이 지수 하방을 지지할 것으로 예상되나, 10월 말까지 지수보다는 업종/테마에 대한 선별적인 접근이 타당하다는 판단이다.

상해종합 12M FWD EPS 및 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

본토증시 거래대금/유통시가총액 및 상해종합 지수



자료: Wind, 키움증권 리서치

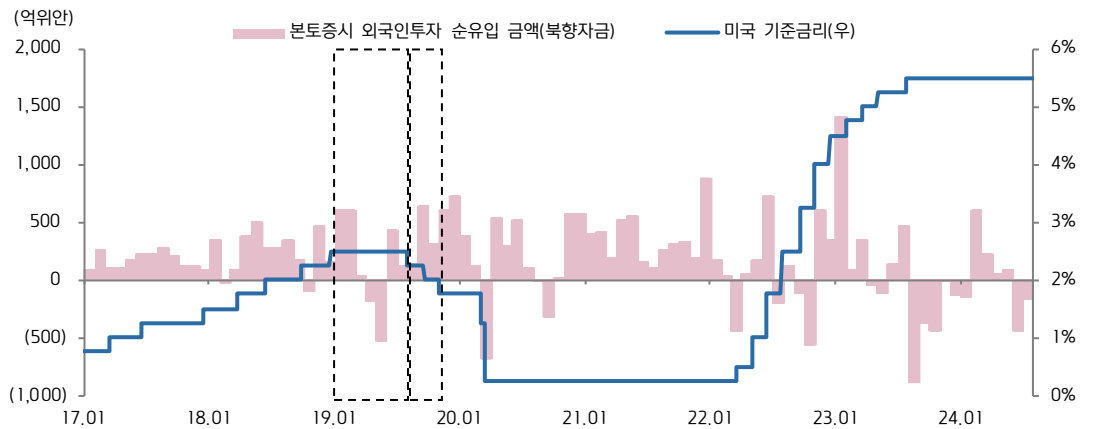
미국 금리 인하, 최근 중국 시장에 대한 관심 증가로 인해 외국인 자금 유입 기대

미국이 기준 금리를 인하했다. 본토/홍콩 증시에 전반적으로 긍정적인 투자심리로 작용할 것으로 기대된다. 특히 위안화 강세 기대로 외국인 자본 유입 기대감이 강화될 가능성이 높다. 실제로 지난 19년 8월~10월 미국의 금리 인하 사이클 기간 본토 증시의 외국인 순유입 규모는 월평균 366억위안으로 19년 1~7월 월평균(155억위안) 대비 두 배 이상 증가한 바 있다.

최근 중국 AI 산업 성장 잠재력, 정부의 부양책 등으로 인해 외국인의 중국 시장에 대한 관심이 재차 확대되고 있는 점도 긍정적이다. 8~9월 외국인투자자는 점진적으로 유입되고 있는 것으로 판단된다. 본토 증시에서는 선호강통을 통한 외국인투자자 거래대금(Northbound)이 반등했다. 홍콩 증시 역시 외국인자본으로 가능해볼 수 있는 본토자금(Southbound)을 제외한 홍콩거래소 거래대금이 증가하고 있다.

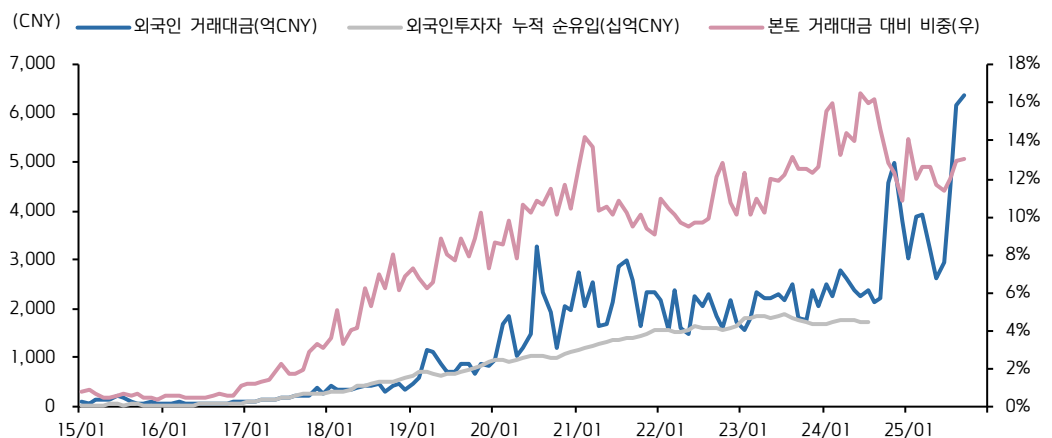
현재 본토/홍콩 시장 모두 거래대금 대비 외국인 비중이 과거 고점 대비 여전히 낮은 수준으로 추가 유입 여력은 충분하다. 다만 이러한 흐름이 본격화되기 위해서는 중국정부의 추가 부양책 또는 경기 회복에 대한 시그널 확인이 선행될 필요가 있다는 판단이다.

본토증시 외국인 자본 월간 순유입 및 미국 기준 금리 추이



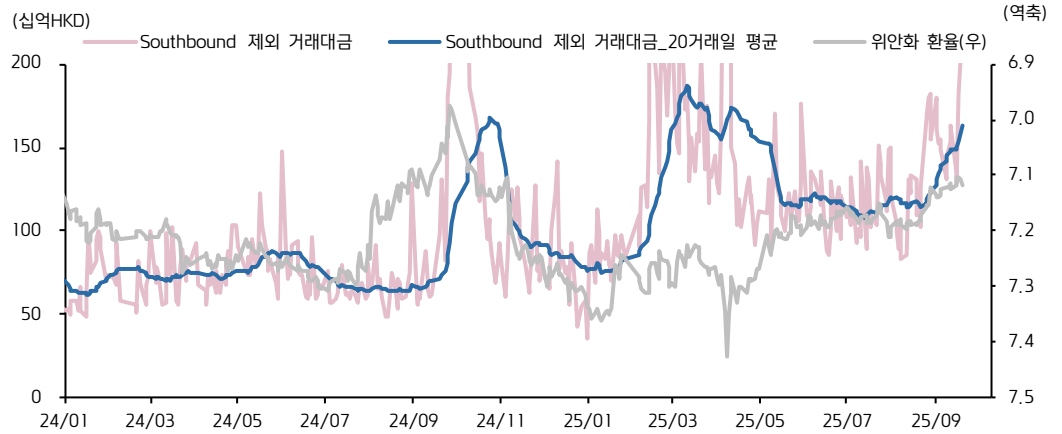
자료: Wind, 키움증권 리서치센터

본토증시 외국인투자자 거래대금 및 비중



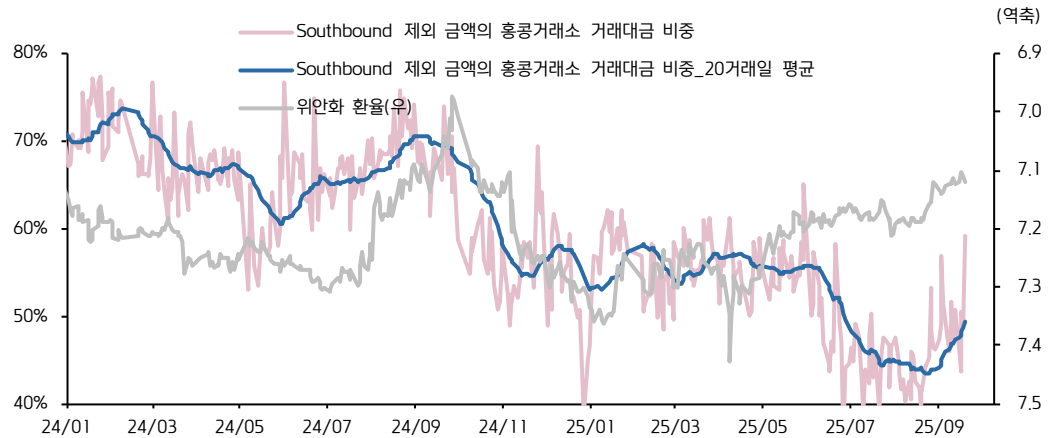
주: 1)24년 8월 이후 순유입 데이터 공개하지 않음, 2)25년 9월은 월간화 기준
자료: Wind, 키움증권 리서치

홍콩증시 외국인투자자 거래대금 및 위안화 환율



주: 홍콩거래소 전체 거래대금에서 Southbound 자금 제외 기준
 자료: Wind, 키움증권 리서치

홍콩증시 외국인투자자 거래대금 비중 및 위안화 환율



주: 홍콩거래소 전체 거래대금에서 Southbound 자금 제외 기준
 자료: Wind, 키움증권 리서치

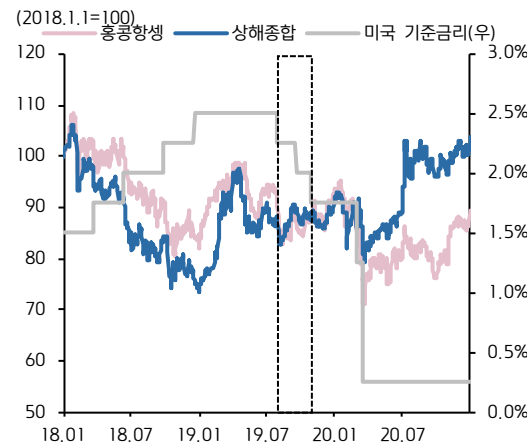
미국 금리인하 보다 중요한 것은 중국 경기

중화권 증시가 추세적 상승세로 전환하기 위해서는 미국의 금리 인하보다 중국 경기 자체의 회복이 더욱 중요한 변수로 판단된다. 특히 최근 다수 기대감이 반영되며 강세를 보인 만큼 추가 정책을 통한 경기 부양이 필요하다.

과거 사례를 보면 이번과 같은 보험성 금리 인하 국면인 19년과 24년 중국 경기 사이클에 따라서 증시 흐름은 상이했다. 19년에는 중국정부가 과도한 레버리지를 제한하며 경기 회복이 부진했다. 제조업 PMI는 경기 수축 국면에 위치했으며, 증시도 박스권 흐름을 보였다. 반면 24년에는 정부의 강력한 경기 부양책으로 인해 경기가 빠르게 반등했고, 증시도 강세 랠리를 시현했다.

또한 중화권 증시는 중국 경기 회복 국면에서 미국의 금리 인상 사이클에서도 불구하고 추세적인 상승세를 보인 바 있다. 16~17년 중국은 공급측 개혁, 대외환경 개선, 소비 및 인프라 투자 증가 등을 통해 양호한 경기 성장세를 보였다. 17년 GDP 성장률은 YoY +6.9%로 7년 만에 반등했으며, 증시도 추세적으로 상승했다.

19년 상해종합/홍콩항생 주가 추이



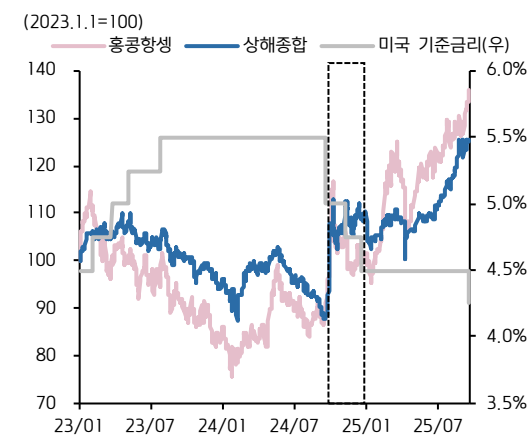
자료: Wind, 키움증권 리서치

19년 상해종합/홍콩항생 주가 및 중국 PMI



자료: Wind, 키움증권 리서치

24년 상해종합/홍콩항생 주가 추이



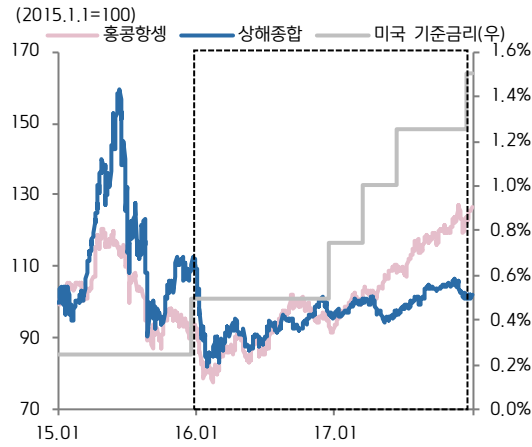
자료: Wind, 키움증권 리서치

24년 상해종합/홍콩항생 주가 및 중국 PMI



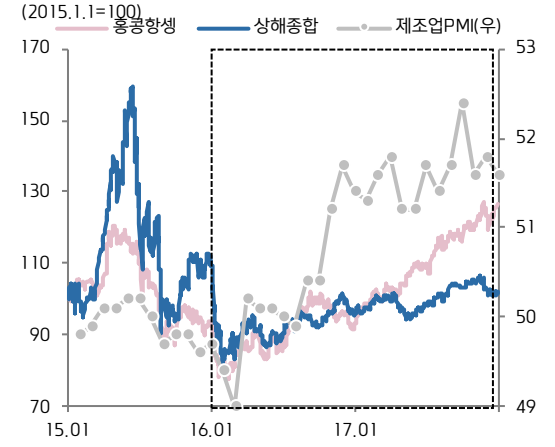
자료: Wind, 키움증권 리서치

16~17년 상해종합/홍콩항생 주가 추이



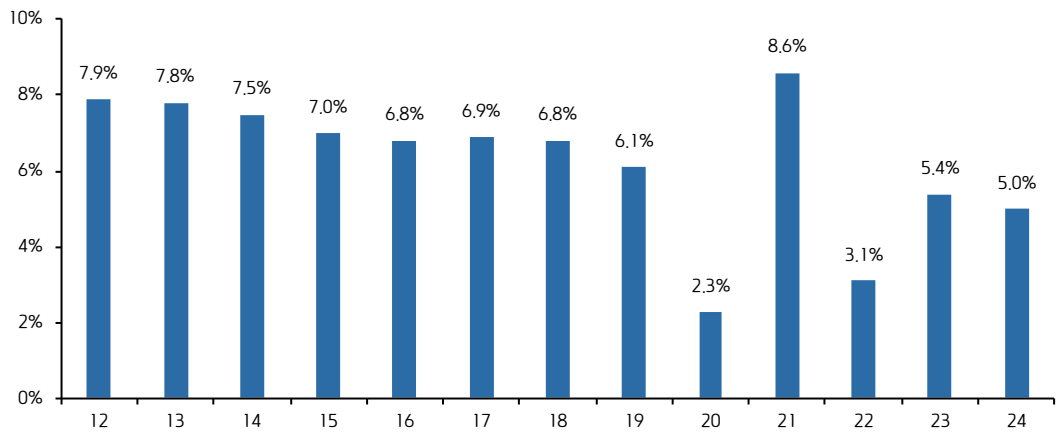
자료: Wind, 키움증권 리서치

16~17년 상해종합/홍콩항생 주가 및 중국 PMI



자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 GDP 성장률



자료: Wind, 키움증권 리서치

미국 기준 금리 및 상해종합/홍콩항생 주가



자료: Wind, 키움증권 리서치

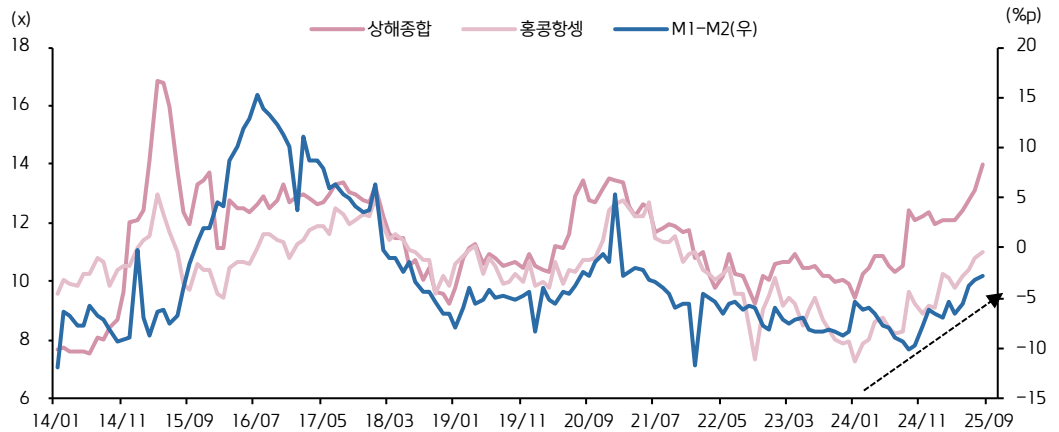
유동성 모멘텀 유효. 정부 개입 우려 불가피하나, 정책 기대감이 지수 하방 지지할 것

최근 중화권 증시를 견인하고 있는 유동성 모멘텀은 유효하다. 8월 M1-M2 격차는 축소되며 초과 유동성 환경이 지속되고 있다. 비은행예금의 증가와 가계예금의 감소 폭이 7월에 이어 8월에도 최근 5년 추세를 상회하고 있어, 중국 가계 자산의 증시 유입 기대감도 지속될 것으로 예상된다.

다만 시장 과열 논란은 점차 부각되고 있다. 현 수준은 15년에는 여전히 미치지 못하고 있으나, 21년 수준까지 올라온 상황이다. 9월 본토 증시 시가총액 대비 거래대금 비중은 8월에 이어 600% 이상을 기록하며 21년 고점을 넘어섰다. 개인투자자 비중이 절대적인 신용거래의 거래대금 대비 비중도 10~12% 수준을 기록하며 21년 최고치 수준을 기록했다.

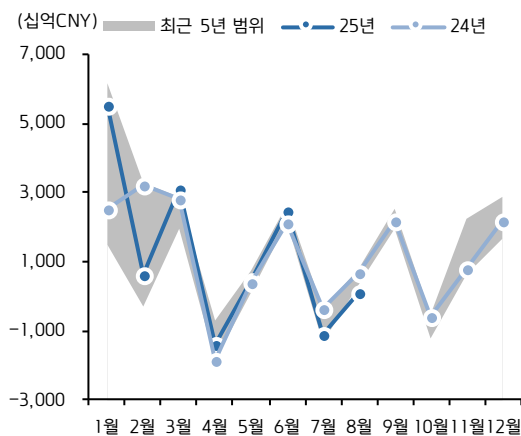
향후 경기 및 대외 불확실성 완화 시그널이 제한적인 상황에서 추가 랠리를 보일 경우 정부의 개입 우려가 재부각될 가능성을 배제하기 어렵다는 판단이다. 다만 10월 말까지 있을 정책 기대감이 주가 하방을 지지할 것으로 예상된다.

상해종합/홍콩항생 12M FWD PER 및 M1-M2



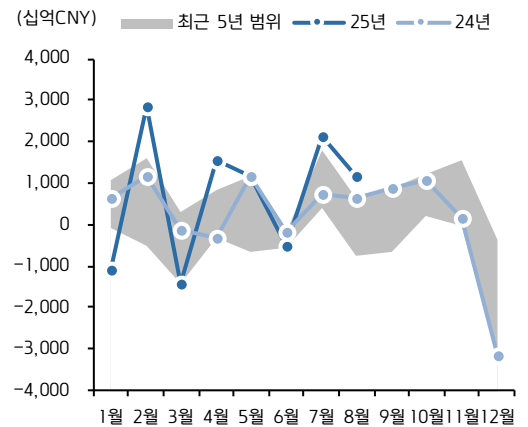
자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 가계 예금 MoM 순증



자료: Wind, 키움증권 리서치

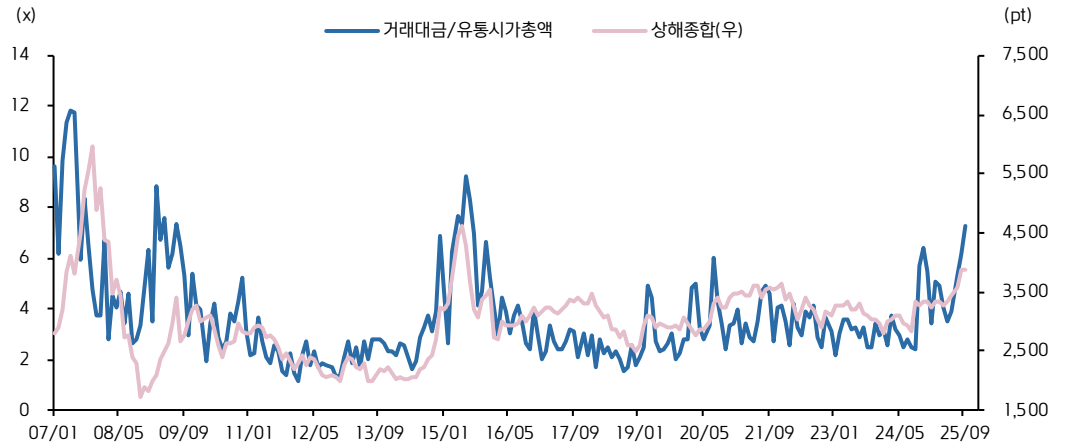
비은행 금융기관의 예금 MoM 순증



자료: Wind, 키움증권 리서치

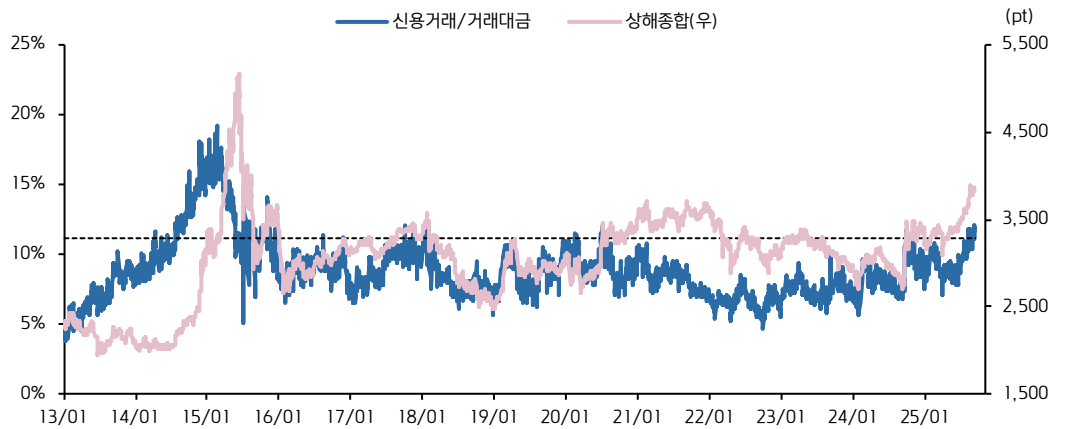
2025년 9월 23일 중국은 지금,
최근 중화권 증시의 기대감 및 리스크 점검

본토증시 거래대금/유통시가총액 및 상해종합 지수



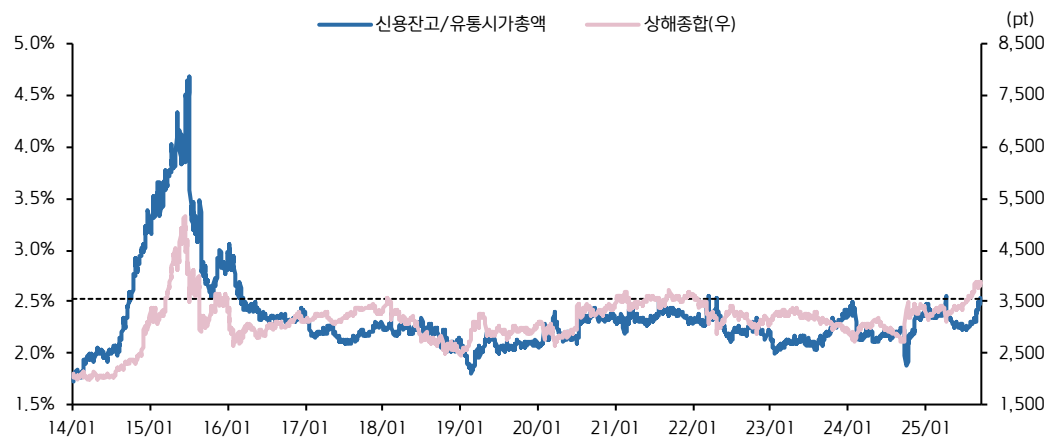
자료: Wind, 키움증권 리서치

본토증시 신용거래/거래대금 비중



자료: Wind, 키움증권 리서치

본토증시 신용잔고/유통시가총액 비중



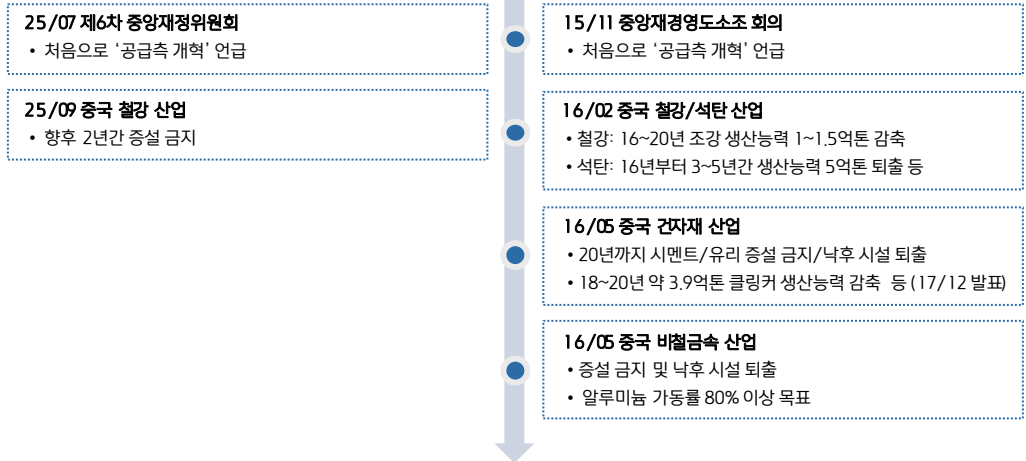
자료: Wind, 키움증권 리서치

지정학적 리스크 완화 및 공급측 개혁 기대감 지속 예상

9/19 미중 정상 통화가 3개월 만에 이루어졌으며, 10월 말 APEC 정상회의에서 트럼프 대통령과 시진핑 주석이 만날 가능성이 거론됐다. 구체적인 합의 내용은 여전히 알려지지 않았으나, 단기적으로 외부 불확실성은 제한적일 전망이다.

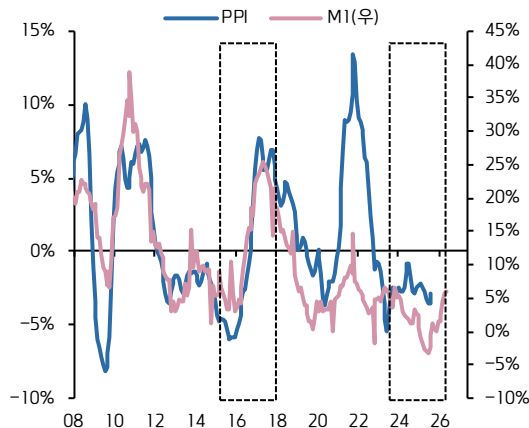
9/22 공신부 등 중국 5개 부처는 '철강 산업의 안정적인 성장 공작 방안(2025~2026)'을 발표했다. 향후 2년간 신규 증설을 금지했으며, 전체 생산량을 관리할 것을 밝혔다. 지난 7/1 제6차 중앙재정위원회에서 공급측 개혁에 대한 기대감이 확대된 이후 처음으로 구체적인 산업 정책이 발표했다. 향후 다수 산업에서 관련 정책이 나올 것으로 예상되며, 이는 '공급과잉 완화 → 가동률 상승 및 PPI 상승 → 기업 이익 회복'에 대한 기대감으로 이어질 전망이다. 15년 부동산 시장 부양과 같이 수요 촉진 정책은 아직 부재하나, 단기적으로 커진 주가와 이익간의 괴리를 유지하기에는 충분하다는 판단이다.

15년 및 25년 공급측 개혁 타임라인 정리



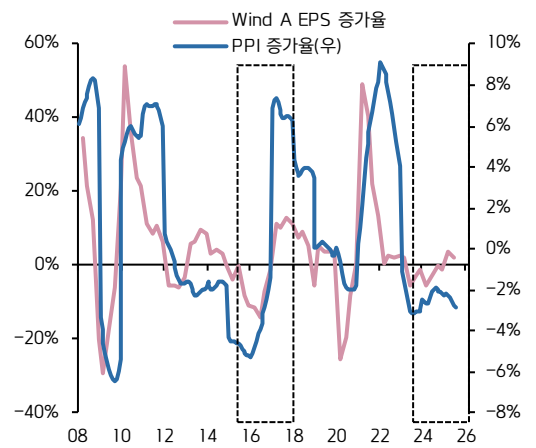
자료: 언론종합, 키움증권 리서치

중국 PPI 및 M1 증가율 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 PPI 및 Wind A EPS 증가율 추이(누적 기준)

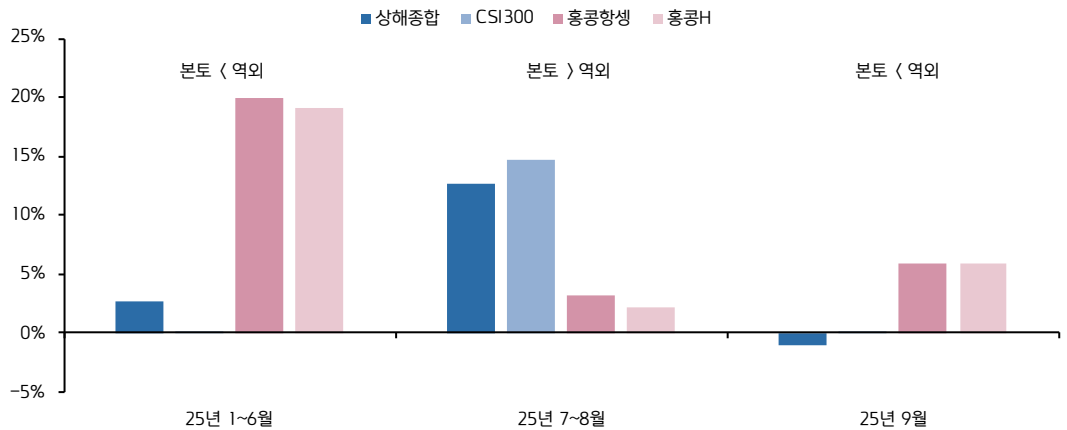


자료: Wind, 키움증권 리서치

확대된 주가-이익 괴리가 10월 말까지 지속될 전망. 지수 보다는 업종/테마 접근 필요

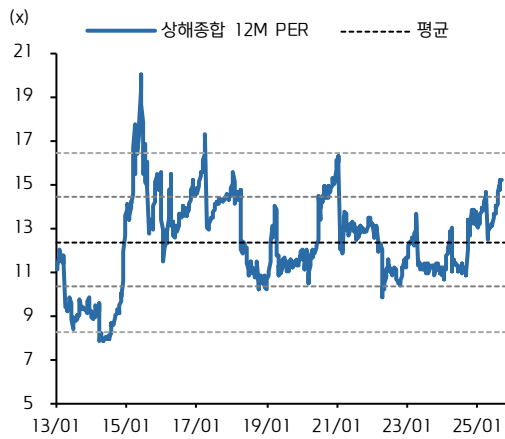
지난 7~8월 유동성 모멘텀으로 인해 본토 증시가 아웃퍼폼한 이후 외국인투자자 관심 증가 등으로 인해 역외 증시가 추가 상승하는 모습을 보였다. 단기적으로 이러한 추세가 유지될 것으로 예상된다. 다만 중화권 증시가 전반적으로 주가-이익 괴리가 확대되며 차익실현 매물 출회 가능성과 정부의 시장 과열 개입 우려는 불가피할 것으로 예상된다. 정책 기대감이 여전히 지수 하방을 지지할 것으로 예상되나, 10월 말까지 지수보다는 업종/테마에 대한 선별적인 접근이 타당하다는 판단이다.

중화권 증시 기간별 수익률 비교



자료: Wind, 키움증권 리서치

상해종합 12M FWD PER



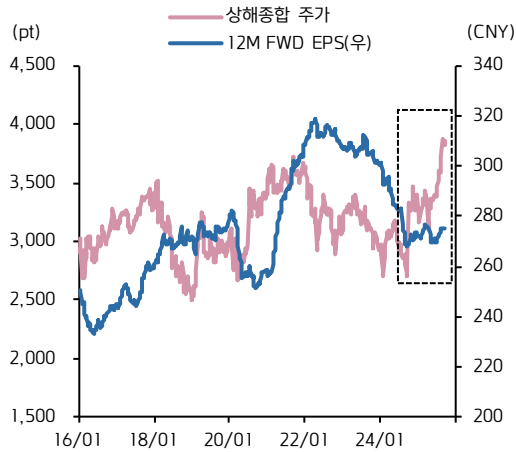
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

홍콩항셱 12M FWD PER



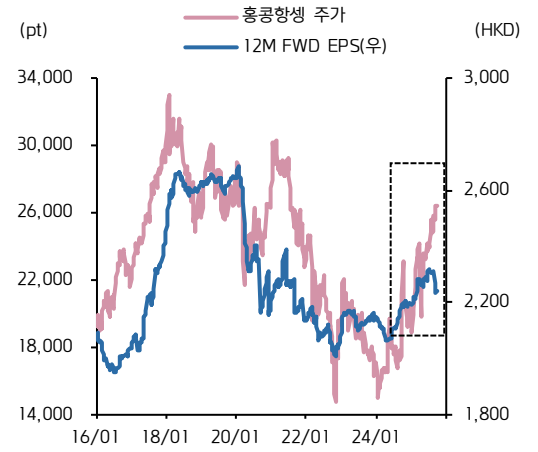
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

상해종합 12M FWD EPS 및 주가



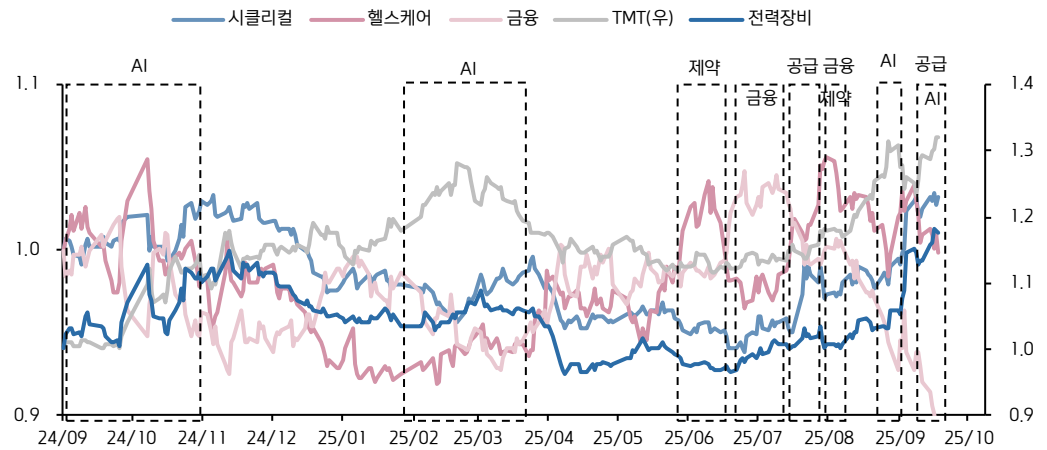
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

홍콩항셍 12M FWD EPS 및 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

본토 증시 업종별 상대수익률 추이



주: 공급은 공급측 개혁 관련 업종인 시클리컬과 전력장비를 뜻함
자료: Wind, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 등 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 등 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사 결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.