

한화리서치센터

2023 상반기 전망

중국



(Positive)

“ 중국 리오프닝 성적표를 확인한 투자자들은 ‘실망’을 넘어 ‘비관’으로 넘어가고 있습니다. 시장 기대를 충족시키지 못한 아쉬움은 있으나 회복의 궤도는 여전히 여전합니다. 불균형 속에서도 기회는 확인됐습니다. ”

## 불균형 속에 보이는 기회

종목 600028 | 002747 | 002371 | 600009 | 2382  
ETF 3033 | 510300

| 2023년 6월 1일 |

## | Contents |

---

I. 핵심 요약.....	03
II. 아쉬웠던 리오프닝 경제 성적표 .....	04
III. 하반기 3가지 기대 요인 .....	07
1. 재고/이익 교차 사이클 .....	07
2. 상품 소비 회복의 조짐 .....	12
3. 부동산 정상화 지속 .....	17
IV. 리스크 요인 .....	20
V. 관심 종목/ETF.....	22
VI. Appendix - 재고순환지표, 추세 대비 소비 회복 강도 .....	23

## I. 핵심 요약

리오프닝 경제 성적표는  
실망. 하반기 3가지 요인  
기대

2023년 상반기 중국 주식시장은 예상보다 더딘 회복에 전 세계적으로 소외 받았다. 시장이 가장 실망한 부분은 소비 회복 강도가 예상보다 약했다는 점이다. 또한 일부 테마의 '수급 과열'로 변동성이 확대되며 시장 참여자들의 혼란을 가중시켰다. 하반기에는 ① 재고 조정 마무리, ② 상품 판매 회복, ③ 부동산 업황 개선 등 3가지를 기대한다:

### 1) 재고/이익 교차 사이클

중국 재고 소진 마무리 국면 진입 예상. 기업 이익 감소폭 축소 기대

우리는 중국의 재고 조정이 하반기에 마무리될 것으로 생각한다. ① 중국 OECD경기선행지수 및 에틸렌/구리/반도체 생산량은 반등을 시작했고, ② 중국 대표 스마트폰 브랜드인 샤오미 재고는 3개월 연속 감소 & 스마트폰 카메라 렌즈/모듈 제조사 씨니옵티컬의 출하량은 증가하고 있으며, ③ 화웨이는 올해 스마트폰 목표 출하량을 8% 상향 조정한 것으로 알려졌다. 중국 제조기업 (공업기업) 재고 증가율은 이익 증가율을 3개 분기 선행한다. 이번 재고 사이클은 2022년 5월을 정점으로 계속 하락하고 있고, 이익 감소폭은 2개월 연속 축소됐다. 재고/이익 교차 사이클은 올해도 작동되고 있다.

### 2) 상품 소비 회복의 조직

노트북 등 제품 판매가격 상승 궤도로 진입. 대출-예금 증가율 역전 가능성 高

하반기는 상품 (재화) 중심의 소매판매 회복 가속화를 예상한다. 2021년 상반기를 정점으로 2022년말까지 추세적으로 하락했던 노트북/휴대폰 등 주요 제품의 온라인 판매가격이 반등하고 있다. 소비자들은 현재 가격에서 반응하기 시작했고, 제조사의 추가 마진 훼손은 제한적일 것이다. 기업들의 광고 지출은 지난해 말 이후 빠르게 증가하고 있다. 소매판매와 동행하는 신규 대출-예금 증가율 격차는 역전될 가능성이 높다. 기업 중심의 대출 확대는 고용 개선으로도 이어질 수 있다.

### 3) 부동산 정상화 지속

상위권 기업 중심으로 매출 정상화. 부동산 판매가격도 지난해 말 최악에서 개선 중

리오프닝 이후에도 중국 하이일드채권 스프레드가 2월 이후 재반등하면서 부동산발 시스템적 리스크 우려가 여전히 2022년 3월 고점의 60% 수준이다. 여기에, 3대 레드라인 등 규제정책은 없다. 부동산 기업들의 위험이 확인될수록 중국 정부의 개입 (지원)은 강화될 것이다. 중국 부동산 Top30/100 기업 매출은 3월부터 본격적으로 성장 궤도로 진입했다. 부동산 판매가격도 2022년 12월을 저점으로 반등하고 있다. 1~3월 대비 4월의 부동산 매매가 부진했던 것은 사실이나, 5월부터 정상 궤도로 재진입 시도 중이다. 부동산발 우려는 과도하다는 생각이다.

리스크: 환율과 실업률은  
이미 최악 통과

하반기 중국 시장의 가장 큰 리스크는 청년층 실업률과 위안화 환율 상승 (약세)이 될 것이다. 계절적으로 6~7월까지는 높은 수준의 청년층 실업률이 유지될 전망이다. 다만 구조적으로 실업률이 치솟을 가능성은 크지 않다고 생각한다. 중국 공산당의 당위성은 물가와 고용으로 결정된다. 저물가/저금리 환경 유지되는 가운데, 실업률을 낮추기 위한 기업 타겟 정책 여력은 보유하고 있다고 생각한다. 2분기 경제성장률 발표 이후 중국 정부의 적극적인 개입을 예상한다. 여기에, 5/19 중국외환시장지도위원회 (CFXC)는 투기 세력 억제 등 필요하면 대응해 환율 급등락을 방지하겠다고 밝혔다.



## II. 아쉬웠던 리오프닝 경제 성적표

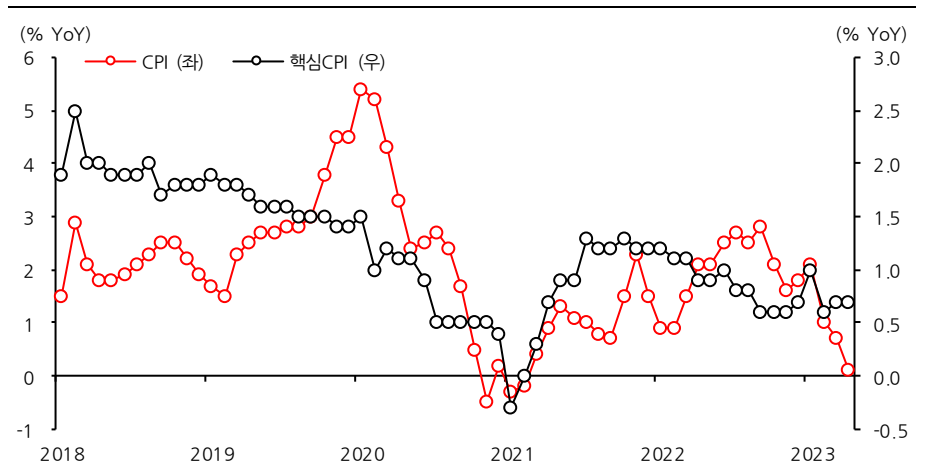
### 기대보다도, 추세보다도 더뎠던 회복 속도

시장 기대는 '실망' 넘어  
'비관'으로

2022년 말 중국의 제로코로나 전면 해제 이후 전세계가 예상한 2023년 중국의 경기는 '회복 그 이상'이었다. 이미 위드코로나를 결정한 주요국들이 '보조금 취득 → 보복 소비 → 인플레이션 급등 (공급망 혼란 포함)' 궤도를 공통적으로 겪어왔기 때문에, 중국 역시도 그동안 낮게 유지됐던 물가가 급등하는 것이 아니냐는 우려까지 불거졌다.

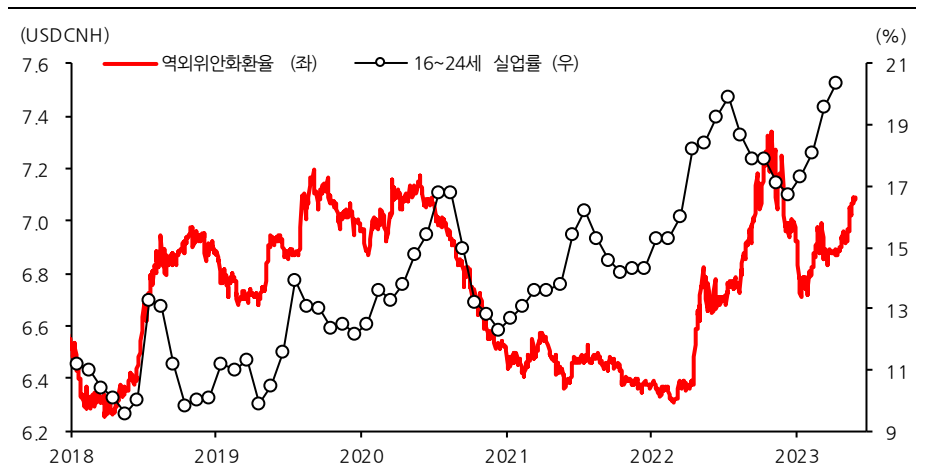
그러나 올해 1~4월까지의 성적표는 초라했다. 물가는 여전히 1%대를 하회했고, 3월까지 보복성 회복을 보였던 주요 지표는 4월 들어 탄력이 떨어지기 시작했다. 주식시장도 4월 이후 힘을 쓰지 못했다. 특히 청년층 (16~24세) 실업률 급등 & 위안화 환율 포치 (달러당 7위안)가 현실화되면서 사실상 중국 리오프닝 효과는 소멸됐다는 평가가 시장을 압도하기 시작했다.

[그림1] 중국 물가는 여전히 1%대 미만



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 청년층 (16~24 세) 실업률 급등과 함께 위안화는 다시 한 번 포치를 기록



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

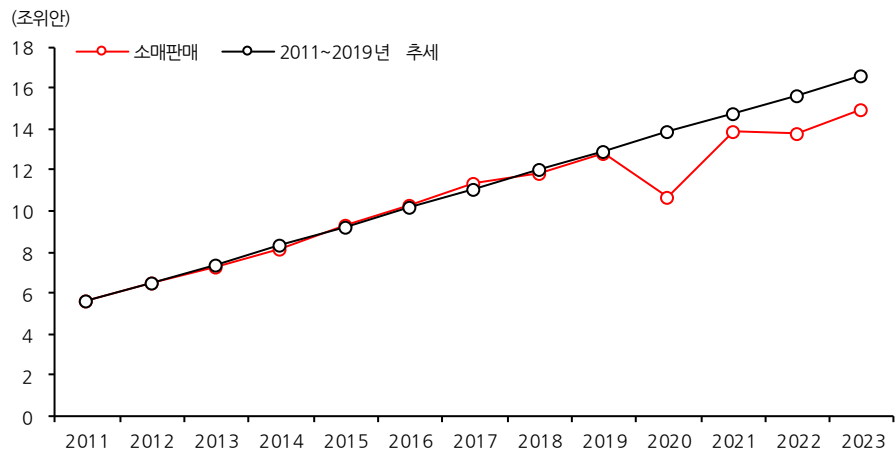
기대가 컸던 만큼 실망도 컸던 '소비 회복'

무엇보다 큰 실망감은 소비였다. 우리는 '가계 초과 저축의 소비 전환' 관련 과도한 기대는 지양해야 한다는 의견을 제시해왔다. 다른 나라들과 달리 중국의 초과 저축은 '보조금'이 아닌 '생존'을 위해 필요했던 자금이었기 때문이다. 같은 위드코로나라도 보유한 돈을 쓰는 환경과 입장은 극명하게 달랐다.

문제는 이를 반영하더라도 소비 강도가 약했다는 점이다. 2020년 충격 이후 중국 소비 회복이 이어지고 있는 점에는 의심 없지만, 여전히 추세를 하회하고 있다. 2011~2019년 1~4월 소매판매 추세선 대비 2023년 같은 기간의 소매판매 규모는 -9.6% 부족하다. 올해 들어 보복성 소비를 기대했던 시장에 충격을 미칠 수 밖에 없는 결과였다.

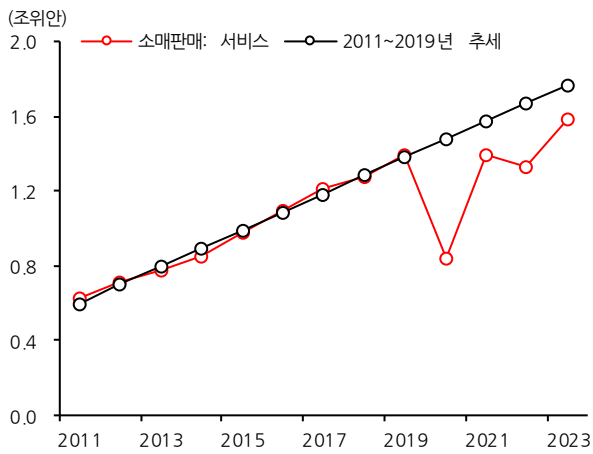
시장에서 더 크게 실망했던 분야는 서비스 소비로 판단한다. 지난해 낮은 기저 효과를 포함해 폭발적인 성장세를 보였던 서비스 소매판매 역시 과거 추세를 -10.3% 하회했다. 회복 속도가 상대적으로 더디다고 평가받았던 상품(-9.6%)보다도 부진했던 것이다. 2023년 중국의 소비는 기대보다도, 추세보다도 더뎠다.

[그림3] 전체 소매판매는 과거 평균 추세를 -9.6%하회



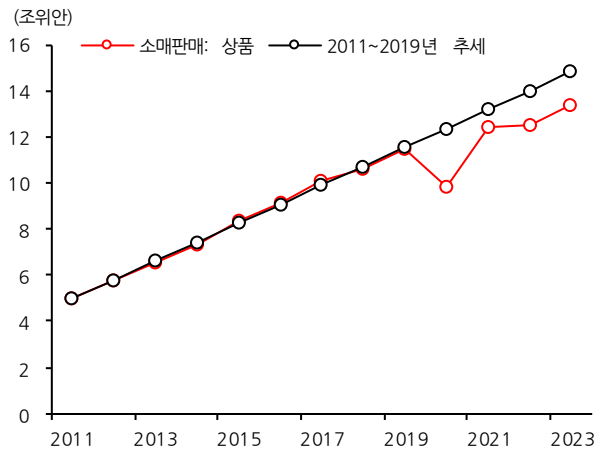
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 서비스는 과거 추세 대비 -10.3%



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 상품 (재화)은 과거 추세 대비 -9.6%



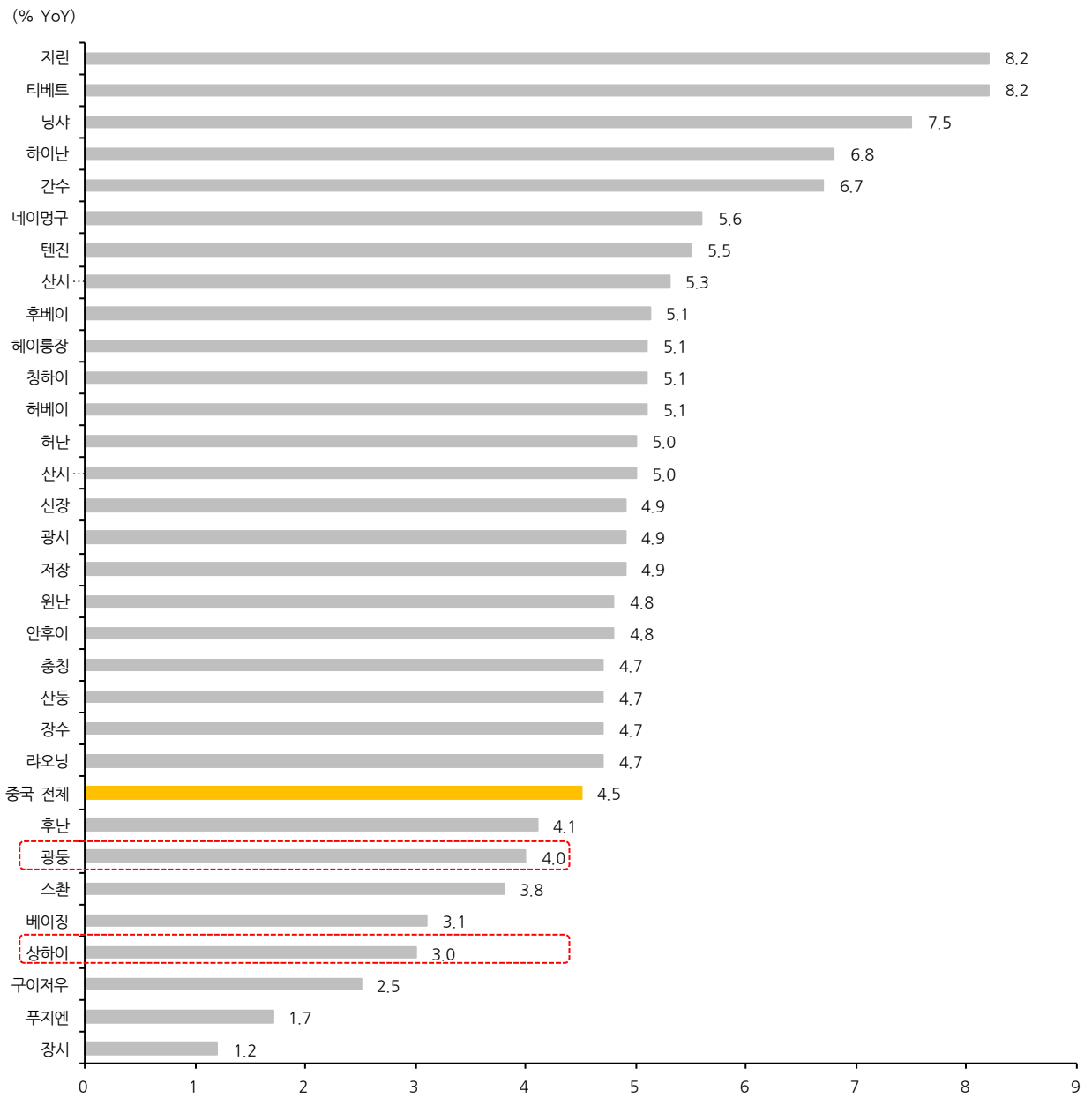
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

핵심 대도시 경제 회복 강도  
미미

제도적으로 자유를 얻게 되면 (제로코로나 해제), 상대적으로 경제적 여유를 가지고 있는 대도시 중심으로 경제 활성화가 될 것으로 기대했다. 1분기 중국 전체 경제성장률은 4.5%로 시장 예상 (4.0%)을 상회했다. 헤드라인 데이터로 보면 기대대로 흘러가는 것처럼 보인다.

그러나 1분기 경제성장률에서 나타난 지역별 성과는 시장의 예상을 크게 벗어났다. 주요 제조업 기지이자 동부 연안의 핵심으로 볼 수 있는 광둥 (4.0%), 상하이 (3.0%) 지역 경제성장률은 중국 전체 성장률을 따라잡지 못했다. 두 지역의 GDP는 중국 전체의 15%를 차지한다.

[그림6] 핵심 제조업 기지인 광둥/상하이 성장률은 중국 전체 성장률을 하회



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

### Ⅲ. 하반기 3 가지 기대 요인

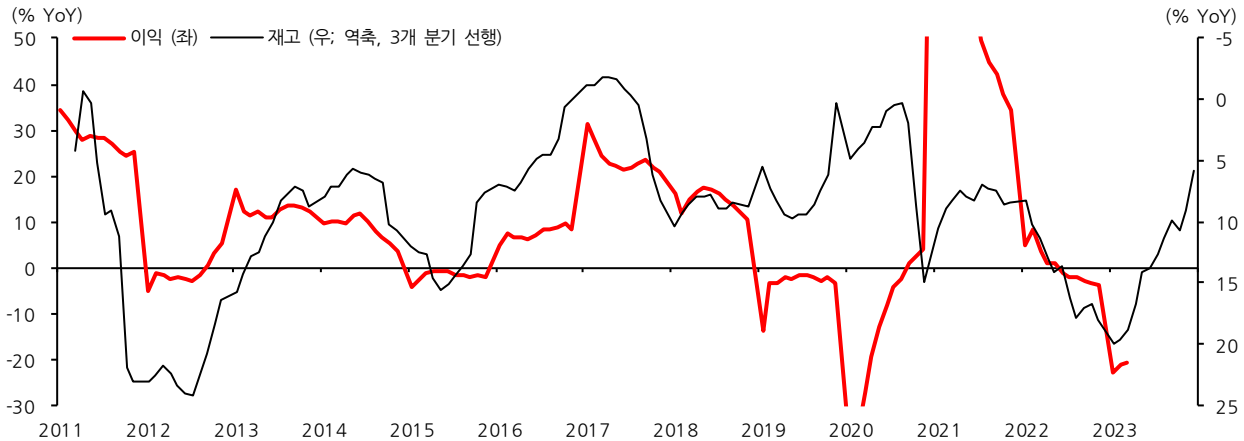
#### 1. 재고/이익 교차 사이클

제조기업 감익폭 축소 국면  
진입

제조기업 (공업기업) 재고 증가율은 이익 증가율을 3개 분기 선행 (역축)한다. 1~4월 중국 제조기업 이익 증가율은 -20.6%로 1분기 (-21.4%)대비 감소폭이 -0.8%p 줄었다. 2011년 이후 재고와 이익 사이클이 올해에도 여전히 작동하고 있다고 판단한다. 재고 소진 속도만큼 이익 감소폭이 줄어든다면 내년부터는 본격적인 증익이 기대된다. 하반기 중국 경기는 ‘부진 탈피’가 아닌 ‘성장’에 더 많은 초점이 맞춰질 것이다.

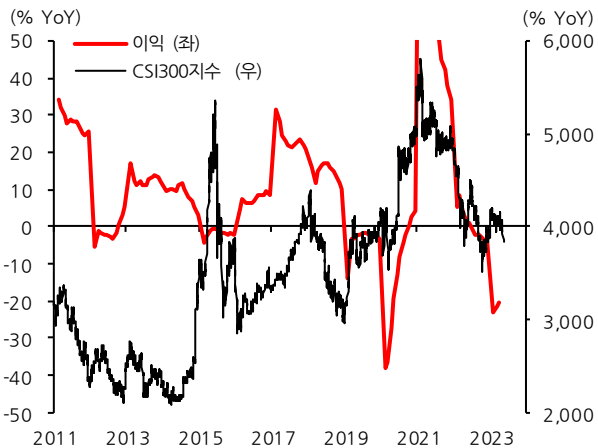
역사적으로 중국 제조기업 이익 증가율은 주요 지수 하단을 지지해왔다. 중국 본토/홍콩 대표지수인 CSI300과 홍콩항생지수는 각각 연초대비 -4%/-6% 하락했다. 추가 하락을 걱정하기보다는 제조기업 이익 반등 궤적에 따라 하단을 높여가는 추세로 전환할 가능성이 높다고 생각한다.

[그림7] 중국 재고 (역축)는 이익을 3개 분기 선행. 내년부터는 증익 구간 진입 기대



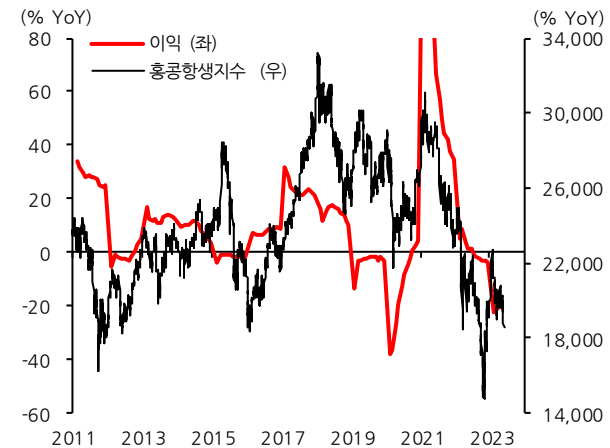
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 중국 기업이익 증가율 & CSI300 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 중국 기업이익 증가율 & 홍콩항생지수 추이



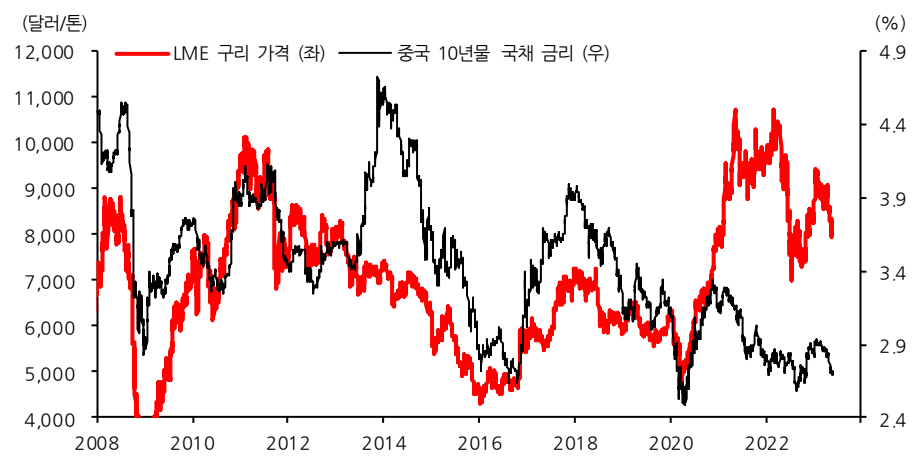
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

화학원료/제품 및 구리  
생산량 계속 증가

화학제품과 구리 가격이 하락하고 있다. 중국의 수요가 부진하다는 주장의 이유 중 가장 많이 언급되고 있다. 특히 구리 가격은 중국 10년물 국채 금리와 동행한다. 2.6%대 까지 하락한 중국 10년물 국채 금리는 제로코로나 이후에도 중국 경기의 유의미한 회복 세는 제한적이라는 것을 암시했다.

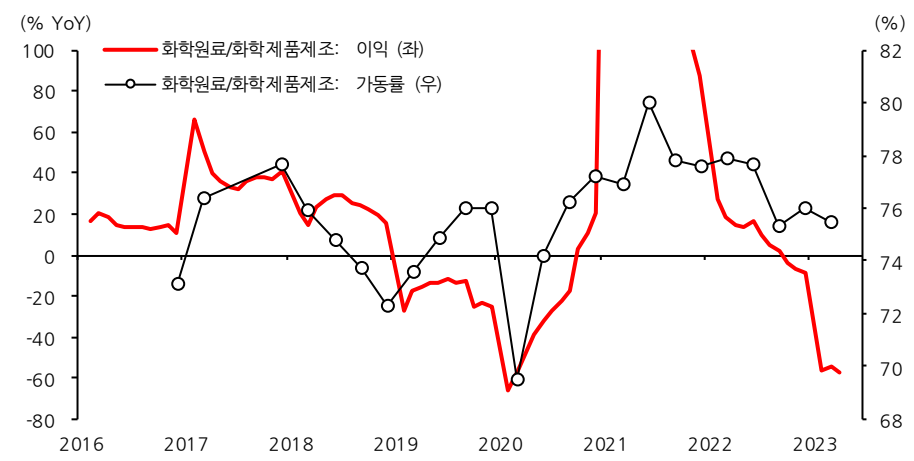
그러나 중국 제조업 재고 조정 사이클이 마무리 되어가는 과정 중에 경기 회복의 선행 지표로 볼 수 있는 화학제품 가동률과 구리 생산량은 여전히 견조하게 유지되고 있다. 마진 (P)은 떨어지는데 비용 부담 (C)을 안고 수요 없는 생산 (Q)을 유지할 이유가 있을까? 화학원료/제품 제조업의 재고순환지표 (생산-재고)는 빠르게 반등하고 있다. 화학 제품의 베이스로 볼 수 있는 에틸렌 생산량도 늘어나고 있다. 구리와 에틸렌 생산량은 중국 OECD경기선행지수와 동행한다. 중국 경기가 회복 국면에서 가속화될 기대를 높이는 것이 합리적인 구간이라고 생각한다.

[그림10] 중국 10년물 국채 금리와 구리 가격은 유사한 흐름



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

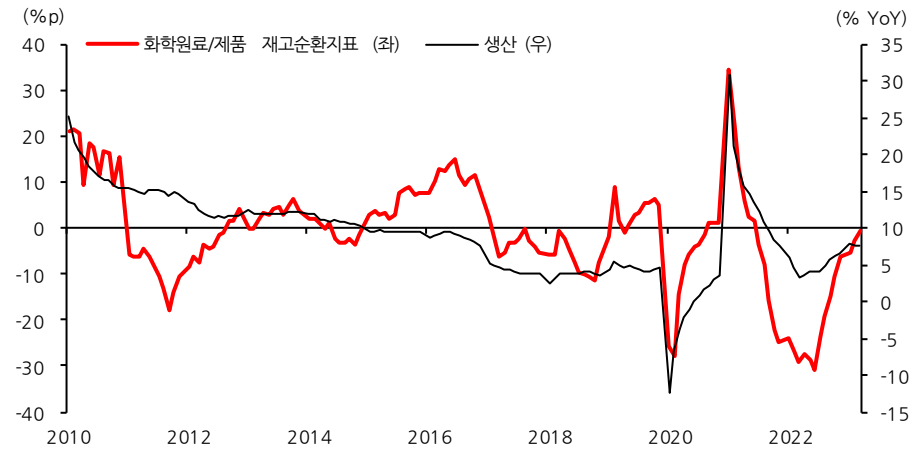
[그림11] 중국 화학기업 이익 급감에도 가동률은 여전히 견조



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

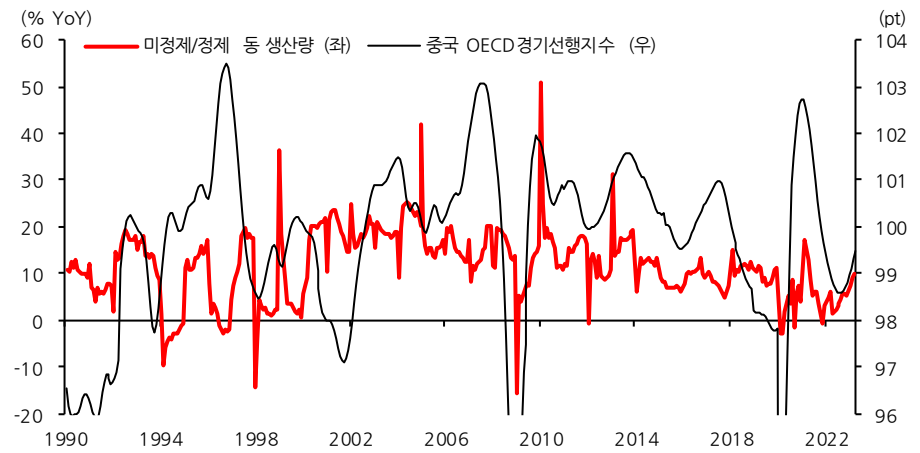


[그림12] 화학원료/제품 제조업 재고순환지표는 지난해 하반기부터 반등



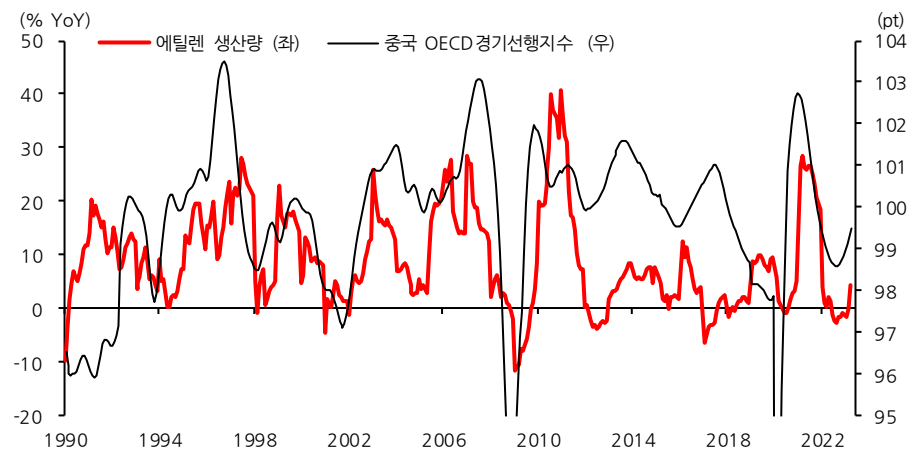
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 구리가격은 떨어지는 반면 생산량은 늘어나는 상황



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 중국 경기선행지수와 함께 움직이는 에틸렌 생산량도 증가 시작



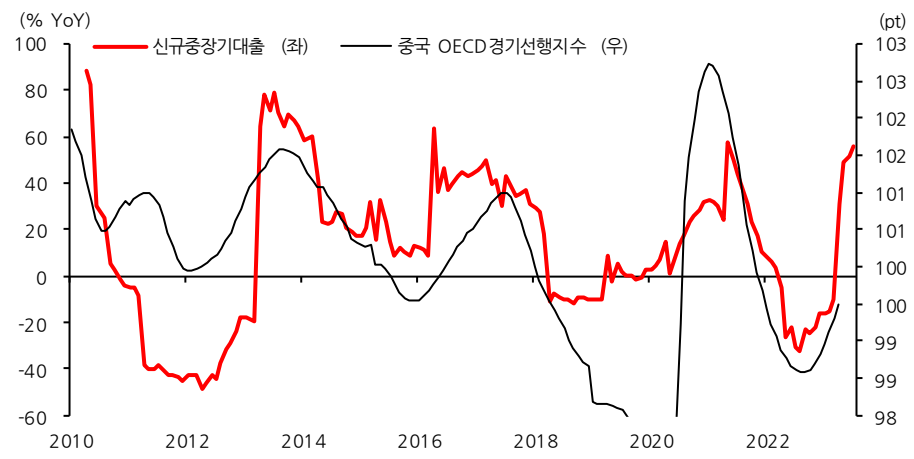
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

경기선행지수를 앞서는  
신규중장기대출 크게 반등

2023년 발표된 중국 주요 경제지표 중 지난해와 가장 큰 변화를 보인 지표는 단연 중국인들의 심리를 반영한다고 볼 수 있는 신규중장기대출이다. 인민은행이 초저물가 상황에서 낮은 금리를 유지해온 반면, 중장기대출은 증가율은 계속해서 마이너스가 지속됐다. 단 1원의 이자비용도 감당하지 않겠다는 거부감이 컸다. 우리는 지난해 중국 경기를 ‘둔화 혹은 침체’가 아닌 ‘무기력함’으로 해석한 바 있다. 신규중장기대출 증가율의 반등은 중국인들의 무기력함이 해소되고 있음을 의미한다. 중국 신규중장기대출 증가율은 OECD경기선행지수를 3개월 선행한다.

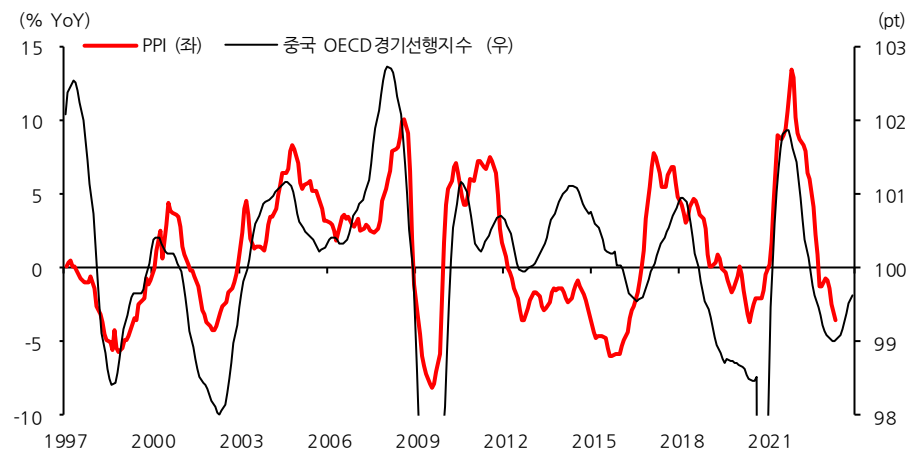
중국 제조기업 이익으로 볼 수 있는 PPI도 반등할 시기가 가까워졌다는 판단이다. OECD 경기선행지수는 PPI를 6개월 앞선다.

[그림15] 중국 경기선행지수 반등을 이끈 건 심리의 변화 (신규중장기대출은 3개월 선행)



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 중국 PPI를 6개월 앞서는 경기선행지수는 이미 상승국면 초입



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

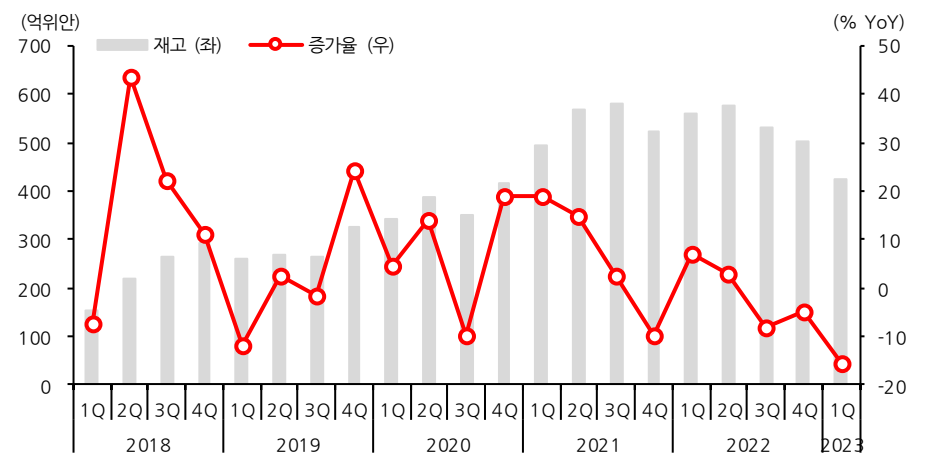
샤오미는 재고 소진 마무리 단계

Bottom-Up 관점에서도 중국의 재고 조정 사이클은 마무리 구간에 진입한 것으로 보인다. 중국 대표 스마트폰 브랜드인 샤오미 재고는 3분기 연속 감소했다. 지난해 11월 샤오미가 컨퍼런스콜을 통해 '2023년 2분기부터 재고 정상 구간 진입'을 예상한 것과 유사한 전개다. 중국 스마트폰/차량용 카메라 렌즈 및 모듈 제조사인 씨니옵티컬도 기존과는 다른 코멘트를 내고 있다. 4월 스마트폰용 카메라 렌즈 및 모듈 출하량은 전월대비 각각 +13%, +27% 증가했다. 증가 이유가 중요한데, 씨니옵티컬 측은 대형 스마트폰 브랜드사의 신제품 출시와 초도 물량 확대가 렌즈/모듈 출하 증가를 이끌었다고 평가했다. 신제품 출시에도 재고를 쌓지 않았던 과거와는 달라졌다고 생각한다.

화웨이는 2023년 출하량 목표치 상향 조정

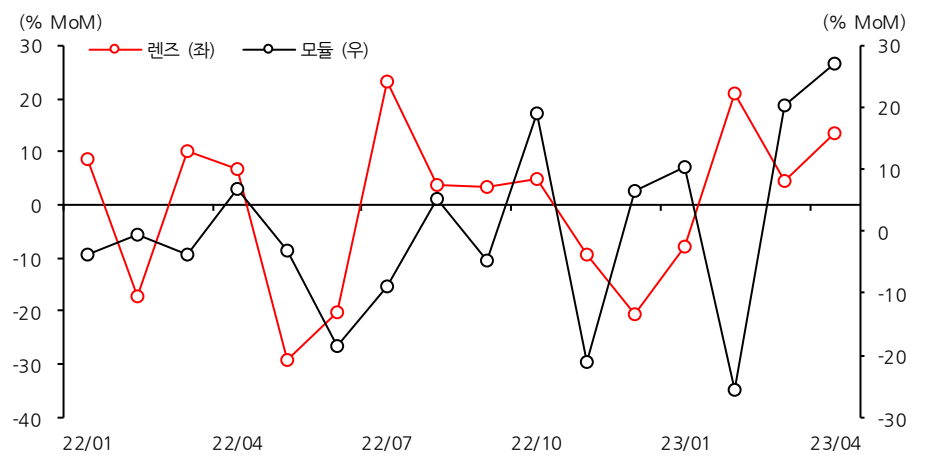
중국 스마트폰 핵심 브랜드 중 하나인 화웨이발 소식도 전해지고 있다. 현지 언론에 따르면 2023년 화웨이의 스마트폰 목표 출하량은 기존 3,700만대에서 +8.1% 상향조정된 4,000만대까지 늘어난 것으로 확인됐다. 그 중 폴터플본 Mate X3 목표 출하량을 기존 147만대에서 300만대로 2배 이상 확대한 것으로 알려졌다.

[그림17] 1Q23 샤오미 재고는 지난해 말 대비 -16% 감소. 3개 분기 연속 줄어드는 중



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 씨니옵티컬 스마트폰용 렌즈/모듈 출하량 변동: 신제품 출시 및 초도 물량 확대 효과



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

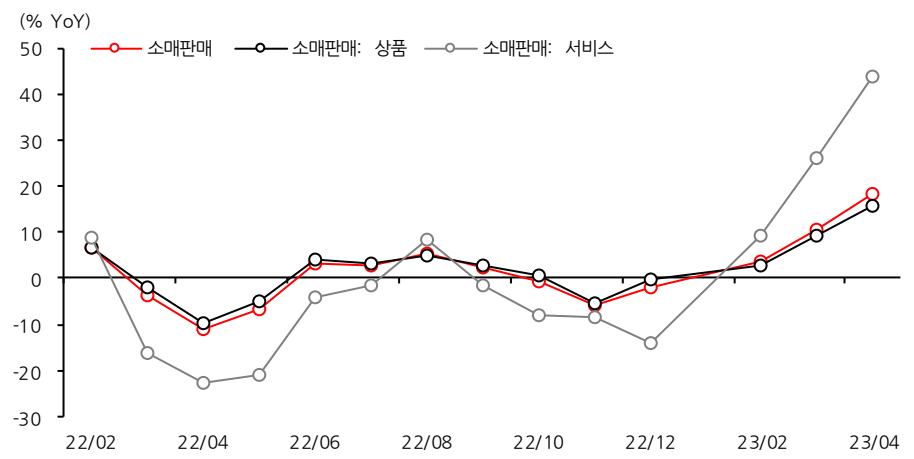
## 2. 상품 소비 회복의 조심

상품 (재화) 중심의 소비  
전환 기대

상반기 중국 소비에 대한 아쉬움이 크다. 상품/서비스 회복 모두 과거 추세에 미치지 못했다. 4월 경제지표가 전반적으로 예상치 하회 & 3월 대비 둔화된 가운데, 기대를 한 몸 에 받았던 소비 부문마저 기존 추세로의 복귀에 실패하면서 하반기 중국 경기에 대한 전망까지 악화됐다. 중국 전체 소매판매에서 서비스업 비중은 10% 수준에 불과하다. 서비스업 소매판매가 전년동기대비 20% 가까이 반등했음에도 불구하고, 전체 성장률이 8.5%에 불과한 이유다. 상품 소매판매는 7.3% 증가하는데 그쳤다.

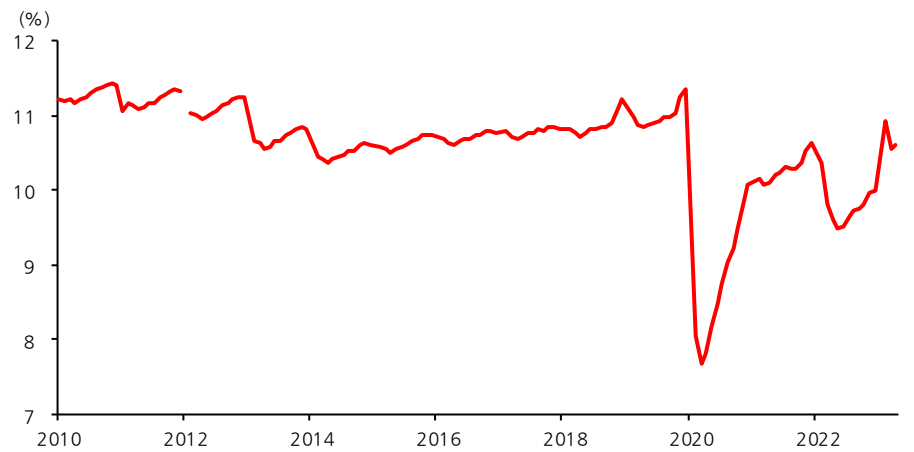
그러나 3월 이후 중국인들의 소비 활동이 생각보다 견조하다는 시그널이 확인되고 있다. 우리는 중국의 소비가 상반기 서비스업 중심에서 하반기 상품 (재화) 중심으로 전환 될 것으로 기대한다. 하반기 상품 중심의 소비 개선은 전체 소매판매 반등을 이끄는 핵심 요인으로 작용할 것이다.

[그림19] 올해 중국 소비는 상품보다 서비스가 주도



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 중국 소매판매에서 서비스업 비중은 10% 남짓



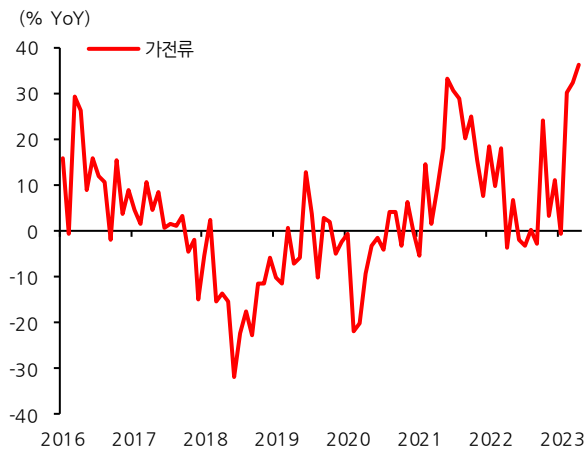
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

가전/전자기기 판매가격 상승

중국 주요 제품의 온라인 판매가격이 반등하고 있다. 4월 가전류 온라인 평균 판매가격은 지난해 같은 기간 대비 +36% 상승하면서 3개월 연속 30%대 증가세를 유지하고 있다. 노트북/태블릿 평균 판매가격은 3월부터 본격적으로 상승 전환했고, 휴대폰 판매가격도 +30% 상승했다.

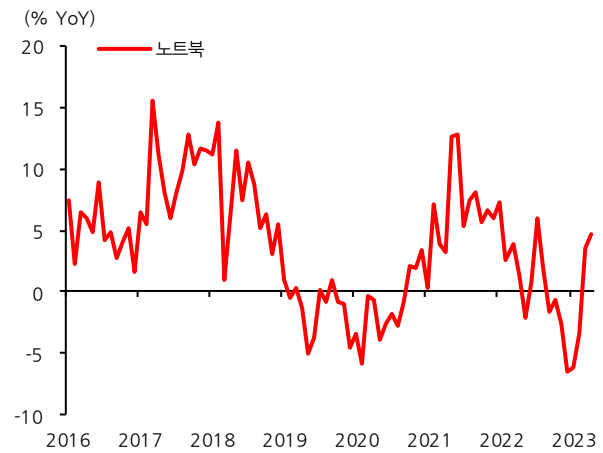
소비자들은 기업들의 가격 추가 인하를 기다리기보다 현 가격대에서 구매를 시작했다. 기업들은 오르는 가격에도 제품을 사는 소비자들에 맞춰 마진을 남기는 판매 전략으로 선화하기 시작할 것이다. 앞서 언급한 재고/이익 사이클이 작동하고 있음이 확인됐다.

[그림21] 가전류 온라인 판매가격 변화



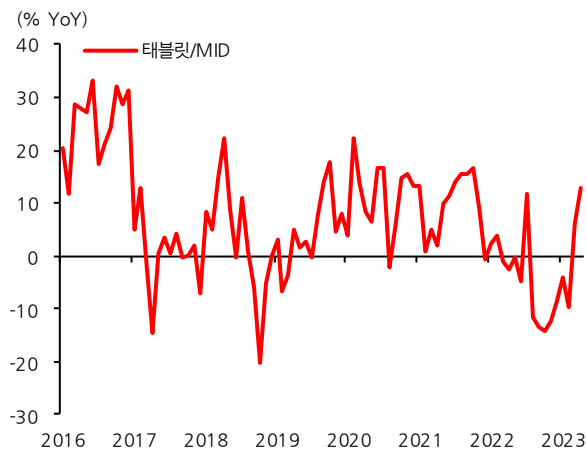
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 노트북 온라인 판매가격 변화



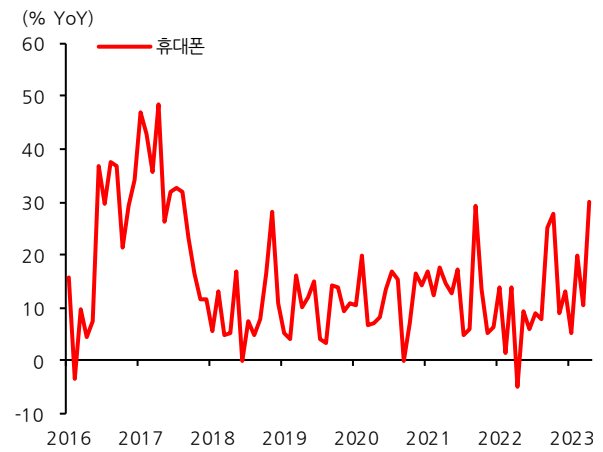
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 태블릿/MID 온라인 판매가격 변화



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] DIY 컴퓨터 온라인 판매가격 변화



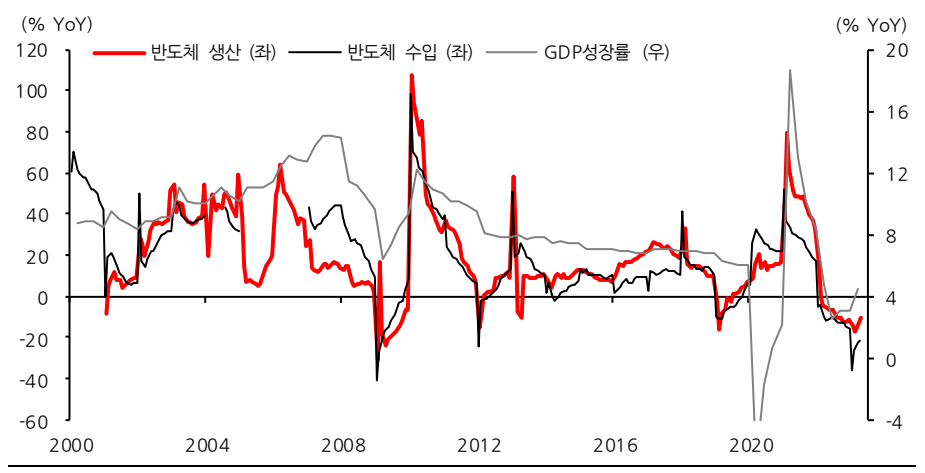
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터



중국 반도체 생산/수입 모두 반등

중국의 반도체 및 전자부품 생산/수입이 반등하고 있다는 점도 상품 수요 개선을 시사한다. 이는 중국 경제성장률과도 동행한다. 중국 경기 반등의 가속화 기대를 높이는 핵심 요소 중 하나다. 1~4월 중국 반도체 생산과 수입은 각각 전년동월대비 -10.3%, -21.1% 감소했다. 2023년 1월 수입 (-35.6%)은 2008~2009년 글로벌 금융위기 충격 이후 최대 수준이었다.

[그림25] 중국 반도체 생산/수입 모두 올해 들어 반등 시도 중



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

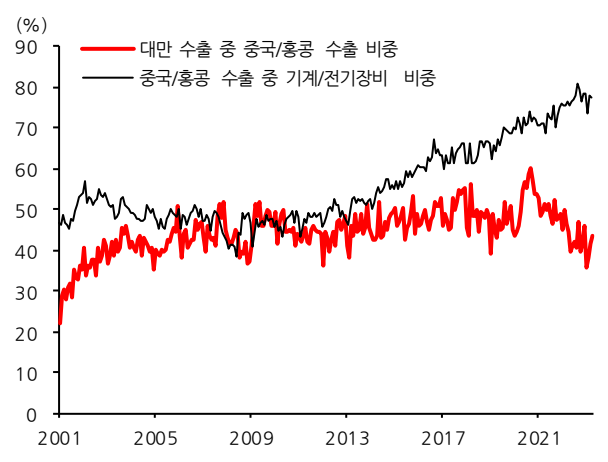
대만의 대중국/홍콩 수출 회복

대만의 대중국/홍콩 수출도 늘어나고 있다. 대만 전체 수출 중 대중국/홍콩향 비중은 40~50%선에서 유지되고 있다. 반면 2013년 이후 반도체를 포함한 전자기기 등 품목 수출 비중은 50%대에서 70% 이상으로 확대됐다. 대만의 대중국/홍콩향 수출은 결국 반도체를 포함한 전자기기가 핵심인데, 이 규모가 늘어난다는 것은 중국 내 상품 수요의 회복이 진행되고 있음을 시사한다.

외국인들은 중국/대만주식 순매수

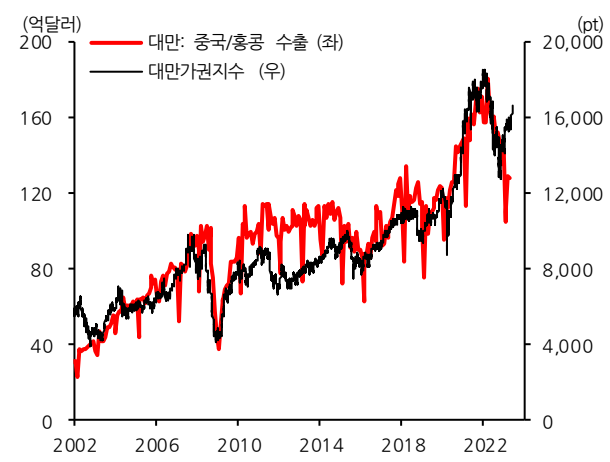
대만가권지수는 대중국/홍콩 수출 규모를 선행하는데, 여전히 우상향 추세를 유지하고 있다. 대만의 대중국/홍콩 수출 회복이 이어질 가능성을 의미한다. 최근 중국과 대만을 둘러싼 지정학적 리스크가 불거지고 있다. 주목할 점은 그럼에도 불구하고 두 시장으로 외국인자금이 유입되고 있다는 점이다. 올해 외국인은 중국/대만주식을 각각 1,730억위안/3,308억대만달러 사들였다. 중국주식 순매수는 2014년 후/선강통 채널 개통 이래 10년째 이어지고 있으며, 대만주식 순매수는 4년만에 재개되고 있다. 최근 '지정학적 리스크'를 이유로 한 주요 글로벌 투자자들의 우려 및 자금 회수가 언론에 자주 등장하고는 있지만 자금 흐름의 변화는 감지되지 않는다. 걱정 (주관적인 평가)과는 달리 자금 (객관적인 행동)은 범중화권으로 향하고 있다.

[그림26] 대만의 대중국/홍콩 수출에서 반도체 포함 전자 비중 70%



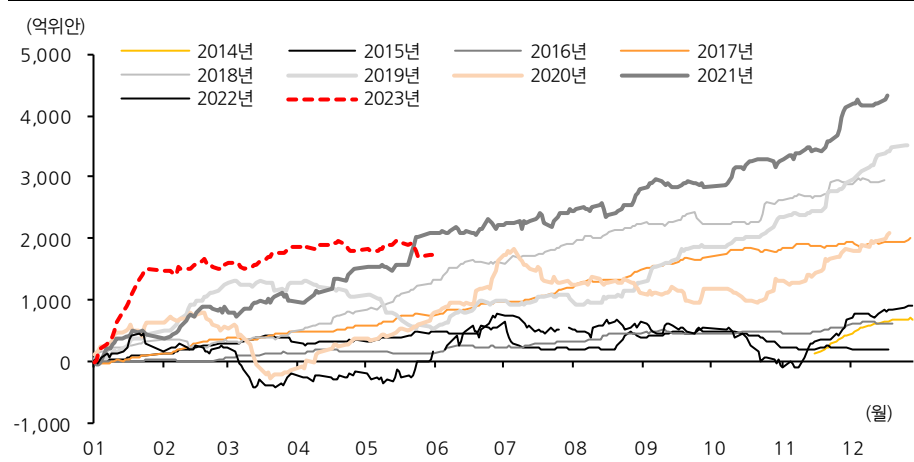
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 대만의 대중국/홍콩 수출도 연초 이후 반등 시작



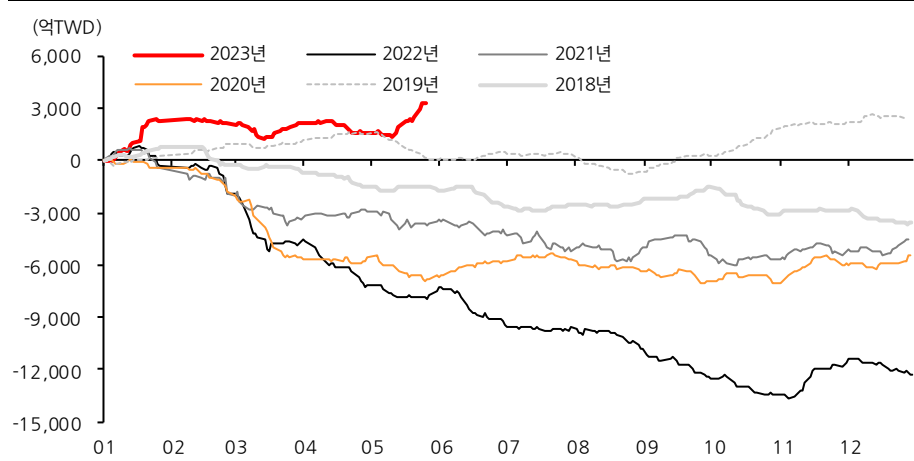
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 2023년 후/선강통 통한 외국인의 중국주식 순매수는 1,730 억위안



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 2023년 외국인의 대만주식 순매수는 3,308 억대만달러



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

신규 예금 대비 빠르게 증가하는 대출

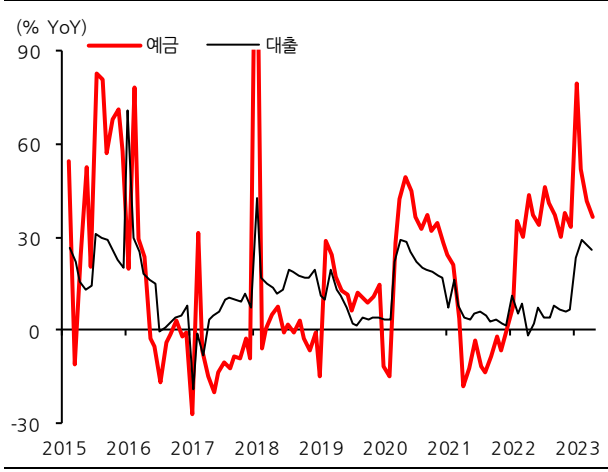
코로나19 충격 이후 중국 신규 예금은 빠르게 증가했다. 제로코로나 정책으로 정상적인 경제활동이 불가능한 가운데, ‘안쓰는 돈’과 ‘못쓰는 돈’이 모두 예금 계좌에 집중된 것이다. 반면, 신규 대출은 낮은 금리에도 전혀 반응하지 않았다. 특히 2022년 대출과 예금 증가율이 크게 벌어지기 시작하면서 중국 경기의 침체 그 이상을 우려한 바 있다.

2023년부터 상황은 반전됐다. 대출은 늘었고 예금 러시는 줄었다. 4월 신규 예금 증가율은 +36%까지 하락했고, 대출 증가율은 +26%로 올랐다. 대출과 예금 증가율의 차이는 중국 소매판매와 동행한다. 중국 주요 은행들의 예금 금리 인하 & 경제활동에 재개에 따른 자금 수요는 대출-예금 증가율 차를 확대시킬 가능성이 높다.

텐센트/바이두 광고매출 증가세 확인

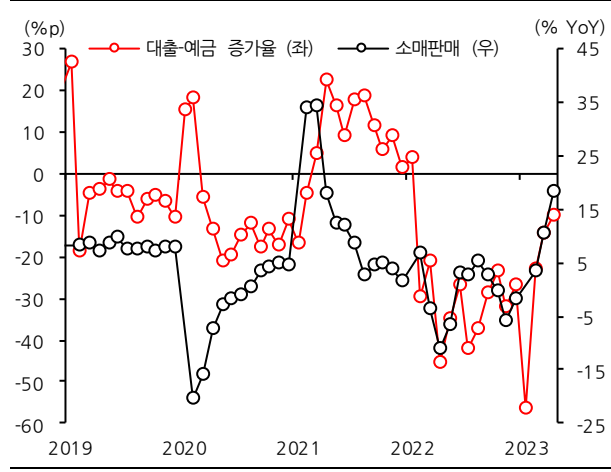
수요 회복은 기업 실적에도 반영되고 있다. 중국 대표 빅테크 기업 텐센트의 광고 매출은 2분기 연속 두자릿대 성장했고, 바이두는 5분기 만에 증가세로 전환했다. 두 기업 모두 지난해 말 제로코로나 종료 이후 광고주들의 광고 지출이 늘었다고 평가했다.

[그림30] 예금 증가율은 둔화 & 대출 증가율은 급등



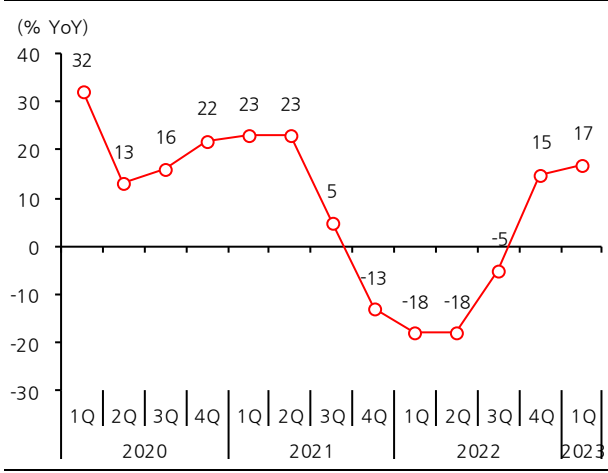
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 대출-예금 증가율은 소매판매와 동행



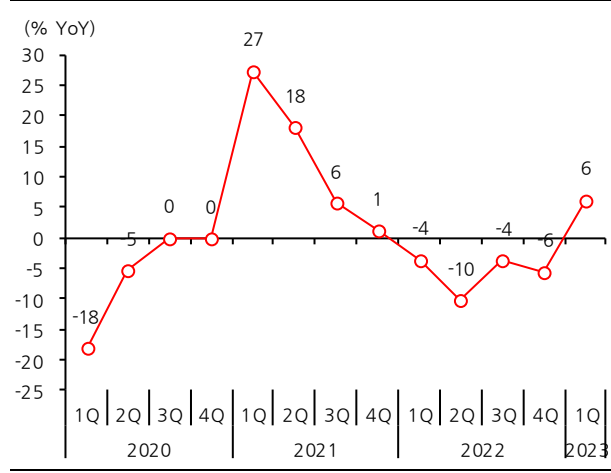
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 텐센트 광고 매출은 2분기 연속 두자릿대 성장



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 바이두 광고 매출은 5분기 만에 증가 전환



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

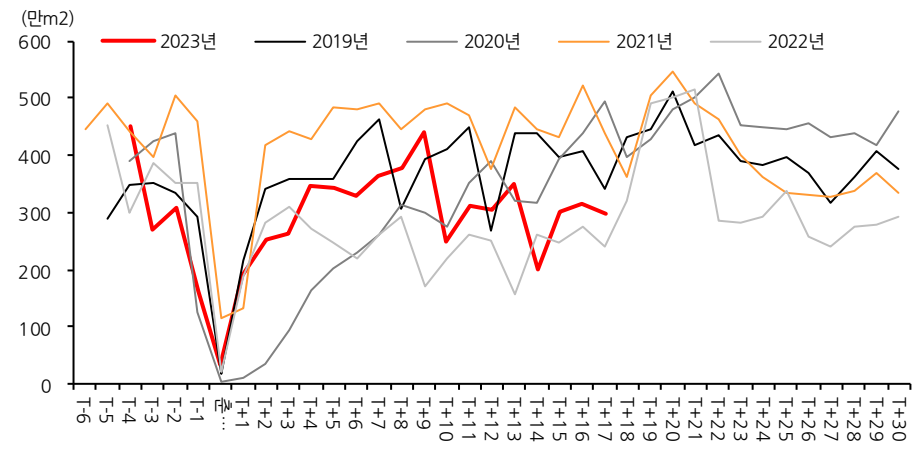
### 3. 부동산 정상화 지속

중국 부동산은 더디지만  
정상화 중

중국 부동산발 노이즈는 이번에도 반복되고 있다. 리오프닝 이후 경제가 회복되는 과정 중에서도 부동산 때문에 중국 경기 발목이 잡힐 것이란 의견이 자주 언급되고 있다. 중국 부동산발 리스크가 완전히 마무리됐다고 볼 수는 없지만, 시장이 우려하고 있는 리스크 포인트로 염려해야 할 문제는 아니라고 생각한다. 중국 부동산 시장의 ‘호황’은 없겠지만 ‘침체’도 없을 것이다. 지난해까지 겪어왔던 암울함도 없다. 중국 부동산 시장은 ‘정상화’ 국면으로 진입하고 있다.

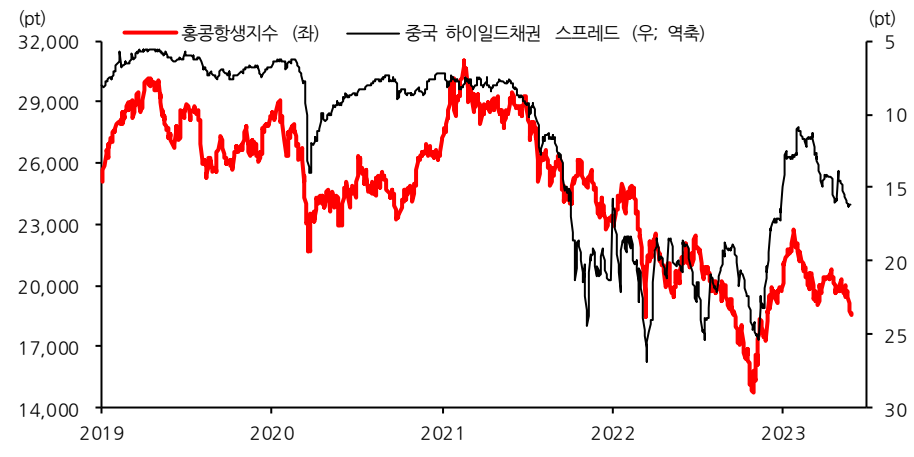
2022년 내내 부동산 심리가 악화됐기 때문에, 연초의 반짝 보복 수요만으로는 4개월 연속 강한 부동산 거래를 유지하기 쉽지 않았다. 주목할 것은 4월 둔화됐던 부동산 거래가 5월부터는 다시 반등하고 있다는 점이다. 중국 부동산 시장이 다시 활기를 잃었다는 평가는 과도하다. 2월 이후 중국 하이일드채권 스프레드 재상승과 함께 홍콩항생지수가 연초 상승분을 반납하고 있으나, 추가 상승 여력은 제한적인 것으로 판단한다.

[그림34] 중국 부동산 거래는 5월부터 다시 2022년 상회



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 중국 하이일드채권 스프레드 추가 상승 가능성 제한적



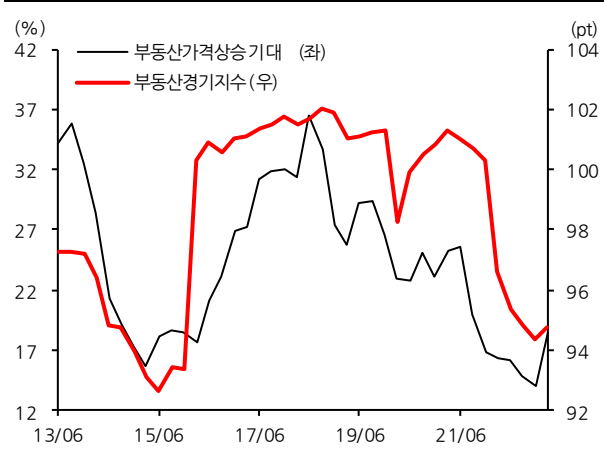
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

부동산 시장에 대한 투자 심리는 이미 전환

부동산 가격은 심리적 요인이 크게 작용한다. 인민은행이 매 분기 2만명의 중국 전역 예금주 대상으로 진행하는 서베이에 따르면, 올해 1분기 중국 부동산가격이 오를 것으로 예상하는 응답 비중은 18.5%다. 2021년 2분기 이후 7개 분기 만에 첫 전환이다. 2022년 4분기는 14%로 통계 집계 이래 최저 수준이었다. 말 그대로 ‘최악의 국면’을 통과하기 시작한 것이다. 회복 탄력이 일부 둔화될 수는 지난해 4분기보다 악화될 가능성은 작게 보는 것이 합리적이다.

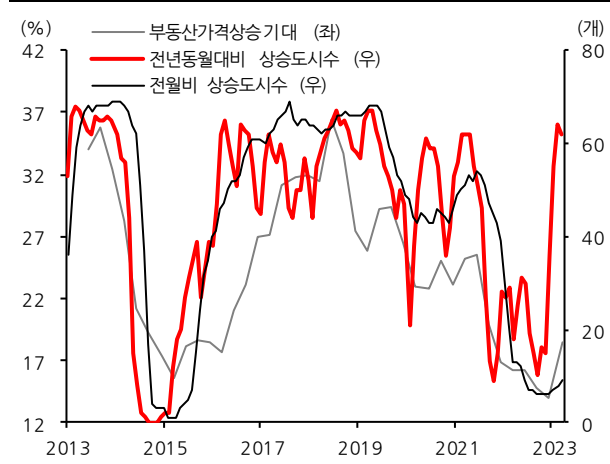
부동산 기업들의 매출도 유의미하게 반등하고 있다. 4월 중국 부동산 Top30/100 기업 매출은 각각 +19%, +11% 증가했다. 1년 가까이 감소했던 부동산 기업들의 매출이 본격 반등함과 동시에 주목할 점은 판매가격의 상승이다. 지난해 12월 (-27% YoY) 급락 이후 올해부터 다시 상승 국면으로 진입해가고 있다. 4월 판매가격이 전년동월대비 -4% 하락했으나, 절대 가격은 여전히 3월에 이어 두번째로 높다. 상대적으로 높아진 판매가격에도 거래가 이뤄지고 있고, 부동산 가격상승 기대는 이제야 저점을 확인하고 반등하고 있다. 다시 악화될 걱정보다는 회복할 기회를 찾아야 하는 시기다.

[그림36] 부동산가격 상승 기대는 경기지수 방향성 결정



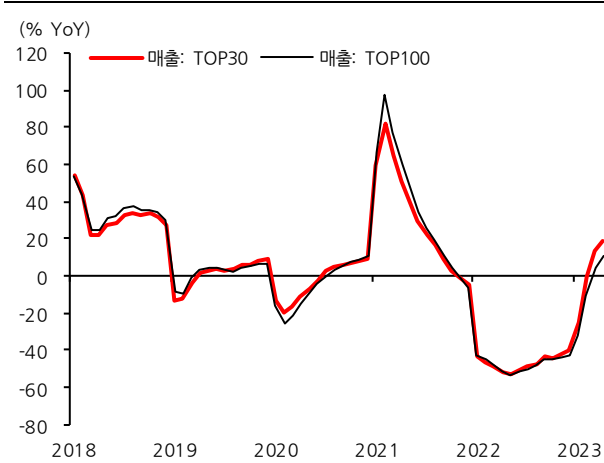
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 부동산 가격 상승 도시수 증가 전환



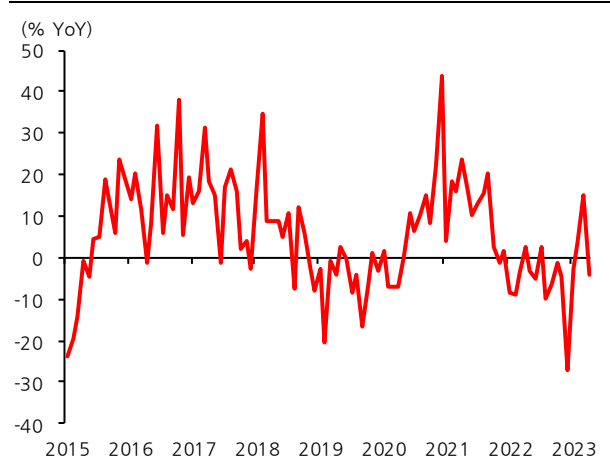
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 부동산 기업 매출은 3월부터 본격 반등



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 부동산 기업들의 판매가격은 상승 전환



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

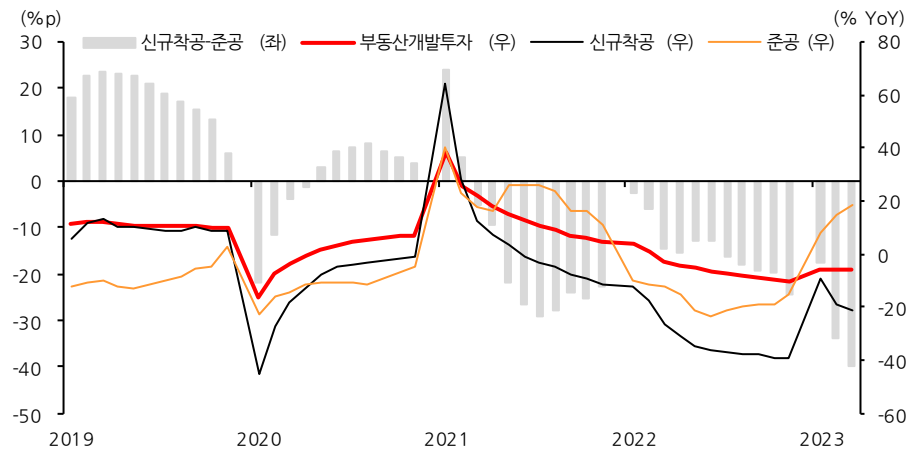


아직은 정부가 원하는 방향으로 움직이는 부동산

올해 하반기까지 중국 부동산 시장은 건설보다는 거래, 신규착공보다는 준공이 핵심이다. 4월 들어 중국 부동산개발투자 중 신규착공과 준공 간 괴리는 더 크게 벌어졌다. 지난해 8월부터 중국 정부가 강조하고 있는 ‘부동산 준공/인도 보장’ 정책 효과가 올해 들어 데이터로 확인되고 있는 것이다.

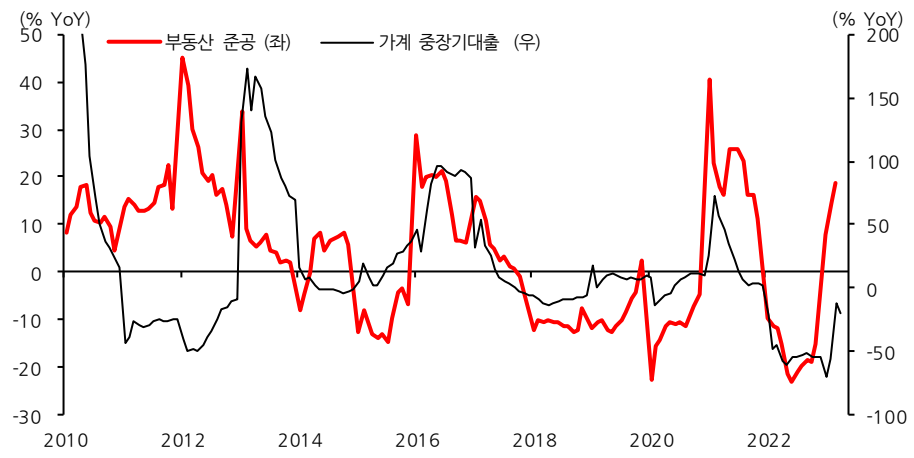
부동산의 안정적인 준공/인도는 거래 주체인 가계 심리를 개선시킬 것이다. 중국 부동산 준공 증가율은 가계 중장기대출과 동행한다. 현 시점에서 부동산 물건의 지속적인 공급은 일시적으로 가격을 떨어뜨리는 효과 & 부동산 시장의 정상화를 시사하는 계기로 해석될 수 있다. 하반기 중국 부동산 경기는 ‘반등 체력 소진’이 아닌 ‘본격적인 회복 국면 진입’ 관점의 해석이 필요하다.

[그림40] 중국 부동산 신규착공-준공 간 괴리 추가 확대. 중국 정부 의지대로 흘러가는 중



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 안정적인 부동산 준공/인도는 투자자 심리 개선을 지지



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

## IV. 리스크 요인

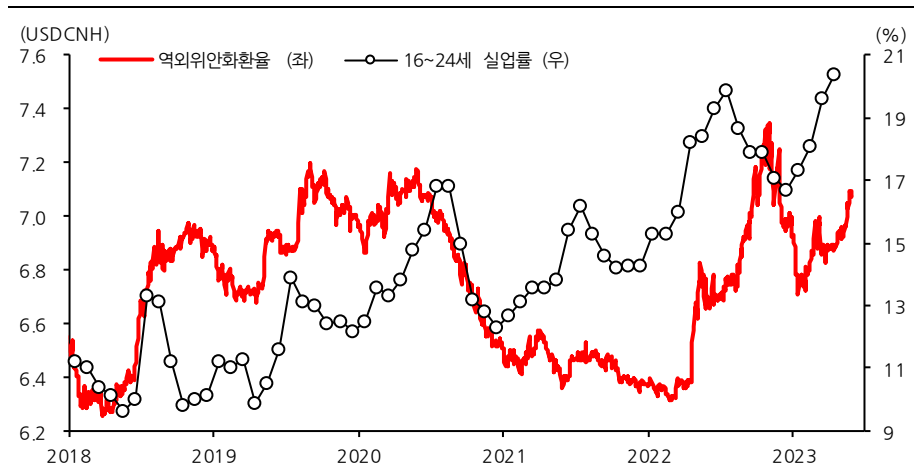
### 실업률과 환율은 이미 최악 통과

하반기 최대 리스크는 실업률과 환율

2023년 하반기 중국 시장의 가장 큰 리스크는 실업률과 환율이라고 생각한다. 위안화 환율이 다시 한 번 달러당 7.1위안을 돌파했다. 2022년 11월 이후 처음이다. 포치를 야기한 직접적인 요인은 20%를 넘어선 청년층(16~24세) 실업률로 생각한다.

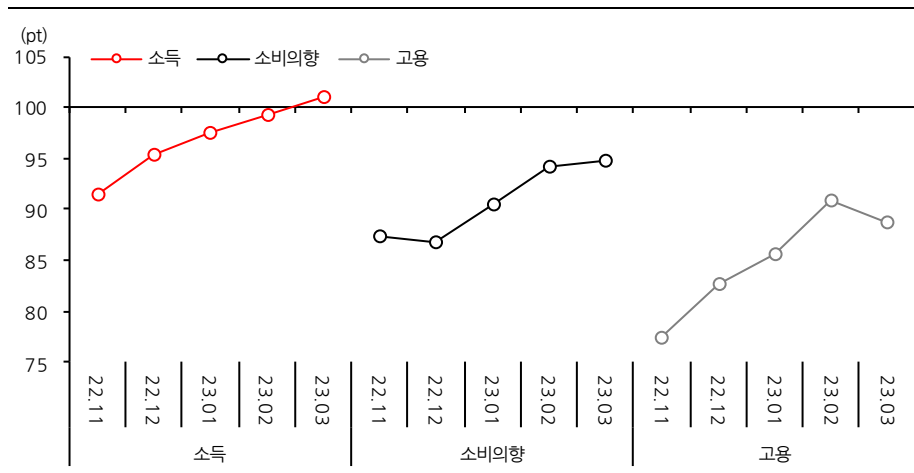
4월 중국 청년층 실업률은 20.4%로 2018년 통계 집계 이래 최고치를 기록했다. 3월 대비 +0.8%p 급등했다. 4개월 연속 상승이다. 중국 공산당의 당위성은 안정적인 ① 물가와 ② 고용으로 증명된다. 그러나 리오프닝 이후 올려야 하는 물가는 낮고, 낮춰야 하는 실업률은 치솟고 있다. 중국 소비자심리지수에서도 고용에 대한 불안감이 반영되고 있다. 세부 항목(소득/소비의향/고용) 중 고용만 유일하게 하락 전환했다.

[그림42] 중국 위안화 포치를 야기한 직접적인 요인은 20% 돌파한 청년층 실업률



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 3월 중국 소비자심리지수에서 유일하게 하락한 항목은 고용



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

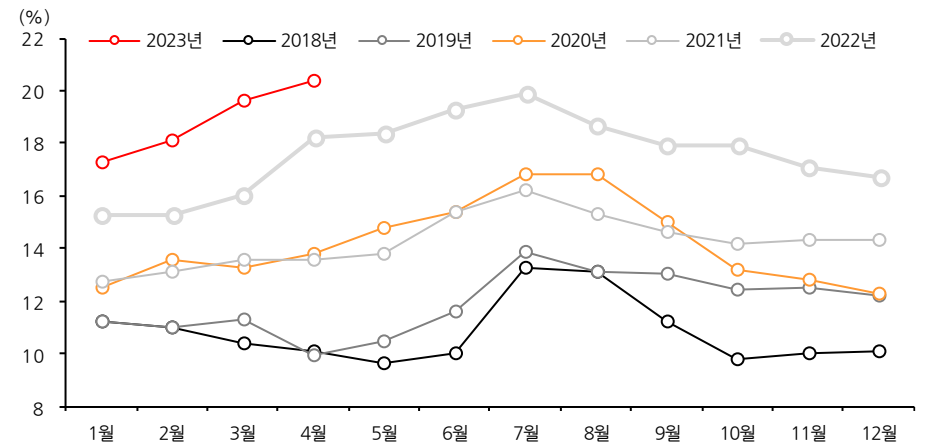
추가 악화 여력은 제한적일  
전망

하반기 청년층 실업률 악화 및 위안화 환율 추가 상승 (약세) 여력은 제한적일 것으로 판단한다. 6~7월 대출자들의 채용 시장 진입으로 계절적인 실업률 상승 가능성은 존재하나, 중국 정부가 고용 분야에 대한 심각성을 인지하고 있다는 점이 중요한 포인트다. 고용의 핵심 주체인 기업들에 대한 중국 정부의 지원은 지속될 것이다. 기업 대출 금리 추가 인하, 감세/비용절감 정책 재개 등이 대표적이다.

2023년 3월 양회에서 중국 정부의 ‘감세/비용절감’ 목표는 제시되지 않았다. 4월 정치국 회의에서 평가한 1분기 경제는 ‘저점 확인’이었고 ‘필요시 대응’을 언급했다. 기업들의 고용 활동이 정상화되지 못한다면 정부의 대응은 예상보다 빠르게 추진될 가능성이 높다. ‘중국 내 시스템적 리스크 발생 이전까지 적극적으로 대응하지 않을 수 있다’는 우려가 불거지는 가운데, 청년층 실업률의 급등이 시스템 리스크의 전조라고 생각한다.

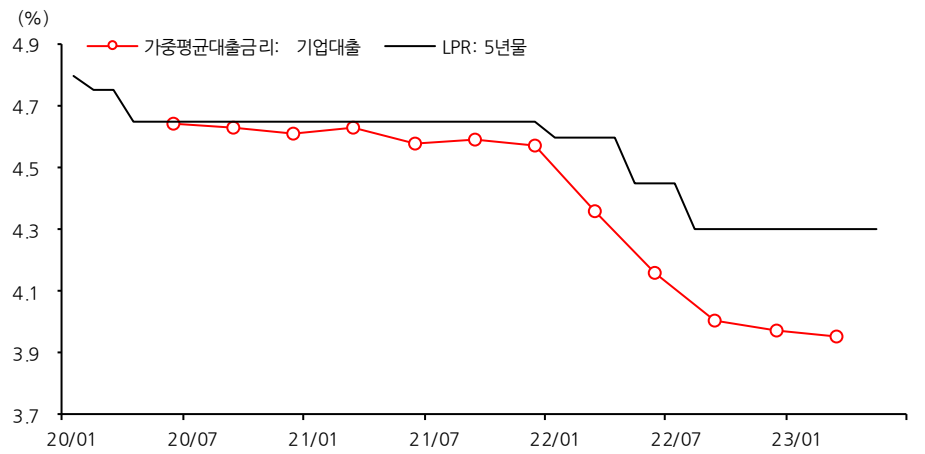
기업 대출 금리는 이미 기준금리 격으로 해석되는 LPR (5년물)을 하회하고 있다. 우리는 기본적으로 기준을 조정을 하반기 주요 통화정책 도구로 예상하고 있으나, 고용 회복 속도에 따라 LPR 인하 가능성이 높아지고 있다고 생각한다. LPR은 9개월 연속 동결되고 있다. LPR 인하는 중앙정부의 직접 개입으로 해석될 것이다.

[그림44] 계절적으로 7월이 중국 청년층 실업률 연중 정점



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] LPR (5년물) 직접 인하 가능성 높아지고 있다는 판단



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

## V. 하반기 중국주식 관심 종목/ETF

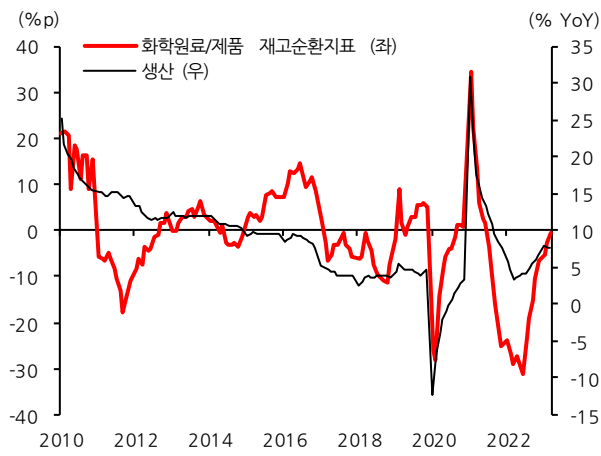
[표1] 2023년 하반기 중국주식 관심 종목/ETF

종목코드	종목명	산업/섹터	12개월 선행			
			EPS Growth (% YoY)	PER (X)	PBR (X)	ROE (%)
600028.SH	China Petroleum & Chemical Corporation	화학	0.6	9.9	0.9	9.5
투자포인트	- 중국 최대 석유/화학제품 생산기업 중 하나. 경기 정상화에 따른 수혜 기대. 업/미드/다운스트림 사업 전면적으로 영위 - 2025년까지 중국 수소 산업 대표 기업으로 전환 중: 2023년 3월 세계 최대 규모 녹색수소 생산단지 건설 개시 - 최근 중국 정부의 '국유기업 개혁'의 일환으로 주주가치 제고 (배당 등) 언급 다. 현재 7%대 배당수익률 상승 가능성					
002747.SZ	Estun Automation	자동화기기	0.3	74.8	7.3	10.2
투자포인트	- 리튬전지, 태양광발전 등 수요 회복과 함께 로봇 및 자동화 장비 매출 개선 기대 - 중국 산업용 로봇 시장 전반적인 성장 & 중국 국산화 수요에 힘입어 중국 내수 시장점유율 상승 기대 (목표 3위, 작년 5위) - 2023년 산업용 로봇 판매량 25,000대 (+47% YoY) 예상					
002371.SZ	NAURA Technology Group Co.,Ltd.	반도체	5.7	53.3	7.3	10.2
투자포인트	- 미중 기술 패권경쟁 이어지는 가운데 중국 반도체 국산화 모멘텀 지속. NAURA 매출의 99%가 중국 - 중국 대표 파운드리 SMIC/화홍반도체 CAPEX 투자 계속되면서 반도체장비 판매도 호조 ★SMIC는 1Q23 CAPEX는 12.6억달러(+44.9% YoY), CAPEX 2022년과 동일 수준 유지					
600009.SH	Shanghai International Airport	공항	0.8	59.0	2.8	4.9
투자포인트	- CTG 면세점 자회사 지분 투자를 통해 면세점 사업 확대: 기존의 면세점 임대료만 받아온 구조에서 면세점 사업까지 다각화 - 국제선 비중이 높은 공항으로 상승 여지 충분: 현재는 일본 관련 노선의 현지 공항 인력난 및 비자문제로 인한 회복세가 더딘 영향을 반영 - 향후 일본 관광객 수의 회복과 함께 국제선 회복세가 이어질 것으로 기대					
2382.HK	Sunny Optical Technology (Group) Company Limited	스마트폰	2.8	24.3	3.1	13.0
투자포인트	- 2023년 교체수요 중심으로 한 중국 스마트폰 시장 반등 기대 - 자율주행 시범지역 확대 & 상용화 본격화되면서 차량용 카메라 수요 추가 증가 예상 - 시장 컨센서스 2023년 매출 +13.0% YoY (3년 만에 성장), 지배주주순이익 +44.2% YoY (2년 만에 성장)					
ETF 코드	ETF 명	테마	AUM	PER	PBR	비용
3033 HK	CSOP HS TECH (ETF)	빅테크	22,173	68.2	2.1	1.04
투자포인트	- 중국 30개 빅테크로 구성된 항상테크지수를 추종하는 ETF - 업종별로는 인터넷(45.09%), 소프트웨어(13.06%) 중심 - 핵심기업으로는 전자상거래 대표 알리바바 (8.4%), 배달서비스 대표 메이투안 (8.2%), 게임 대표 텐센트 (8.0%) 등 포함					
510300.SH	HUATAI PB CSI300 ETF (ETF)	CSI300	67,222	14.5	1.7	-
투자포인트	- 중국 내수 종목 중심으로 구성된 CSI300 지수 추종 ETF - 업종별로는 은행(11.14%), 음료(10.40%), 에너지(5.17%) 등 - 핵심기업으로는 백주 대표 귀주모태주(5.7%), 배터리 대표 CATL(3.1%), 평안보험그룹(2.7%)					

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

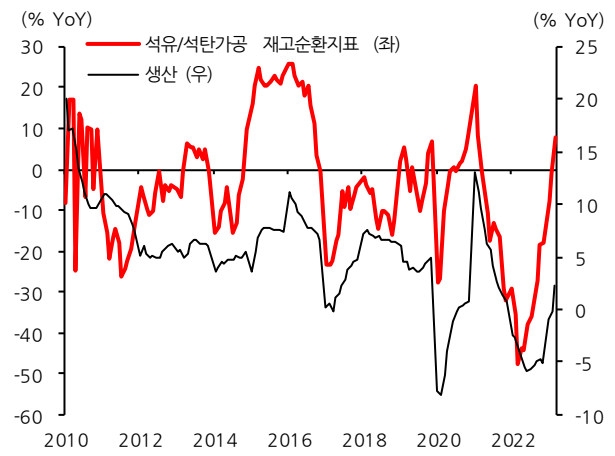
## VI. Appendix – 산업별 재고순환지표

[그림46] 화학원료/제품 제조업 재고순환지표 및 생산 추이



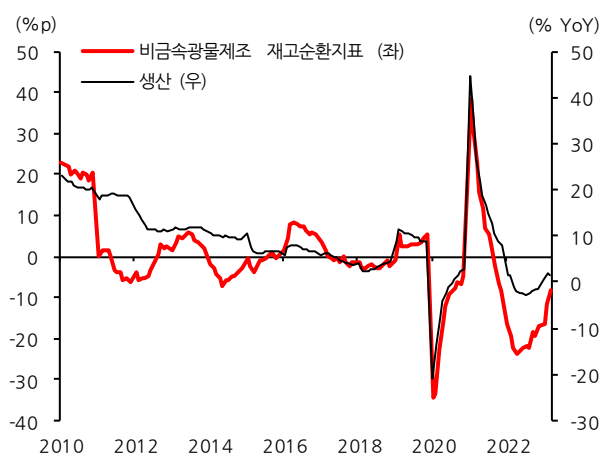
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 석유석탄 가공업 재고순환지표 및 생산 추이



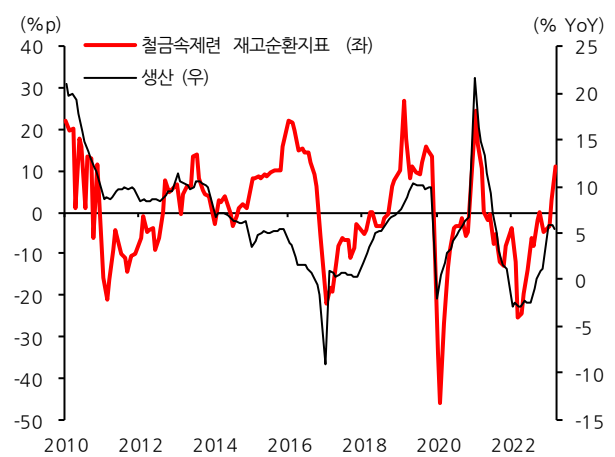
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 비금속광물제조업 재고순환지표 및 생산 추이



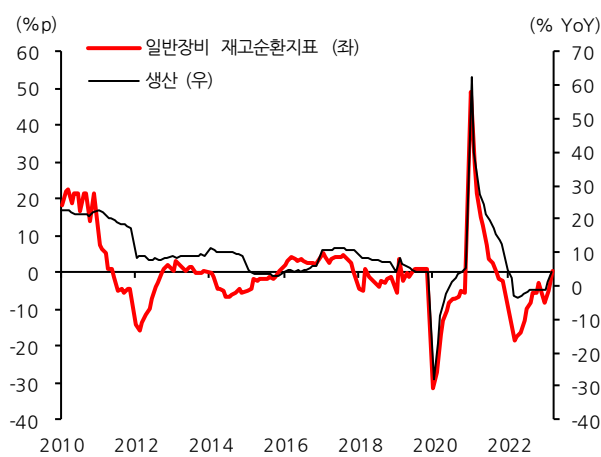
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 철금속제련업 재고순환지표 및 생산 추이



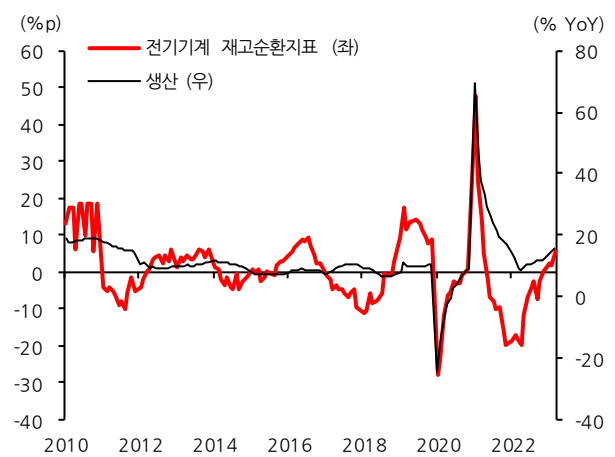
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 일반장비 제조업 재고순환지표 및 생산 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

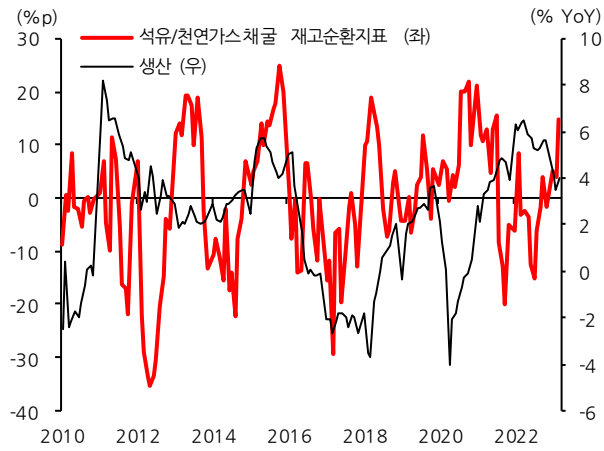
[그림51] 전기기계 제조업 및 생산 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

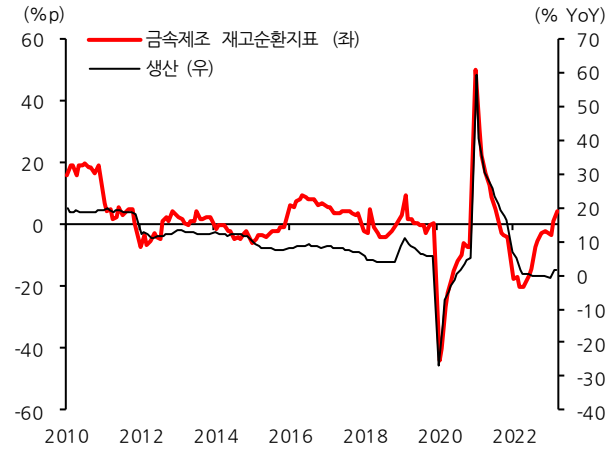


[그림52] 석유/천연가스 채굴업 재고순환지표 및 생산 추이



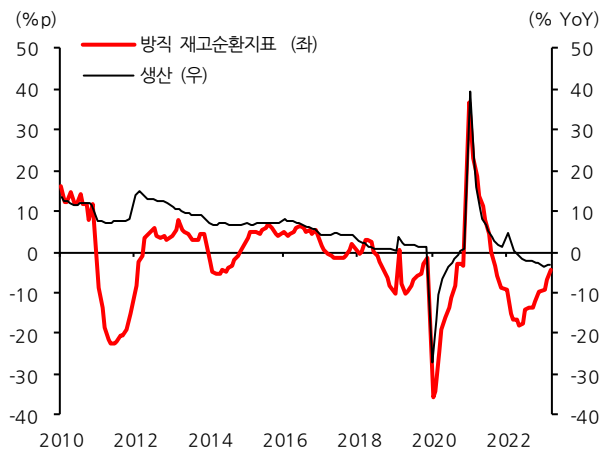
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 금속제조업 재고순환지표 및 생산 추이



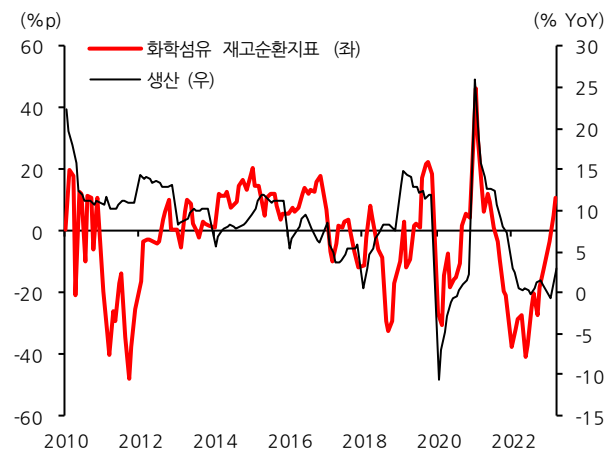
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 방직업 재고순환지표 및 생산 추이



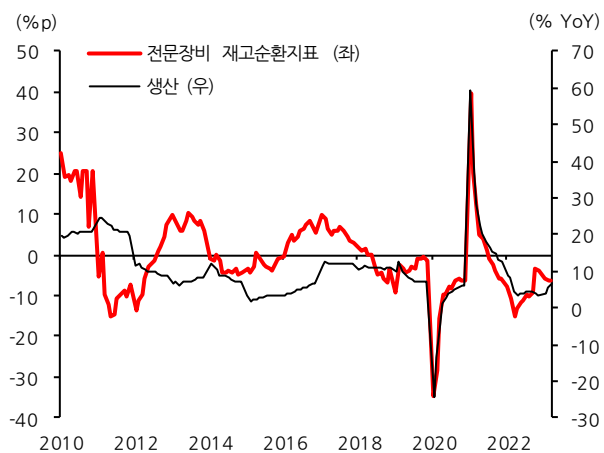
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 화학섬유제조업 재고순환지표 및 생산 추이



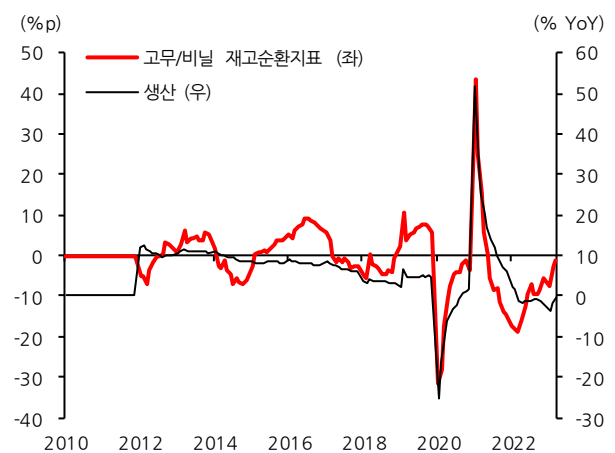
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 전문장비 제조업 및 생산 추이



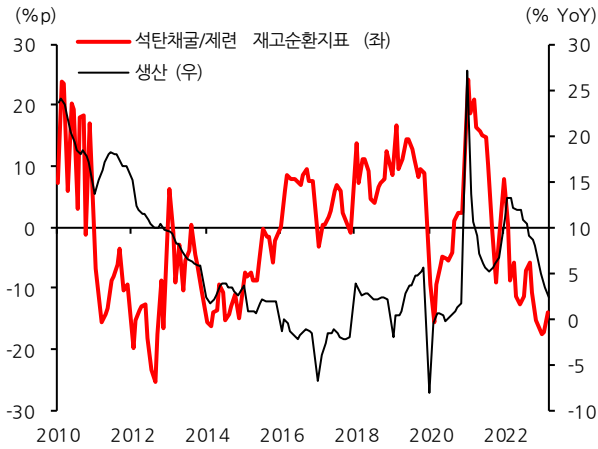
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 고무/비닐 제조업 재고순환지표 및 생산 추이



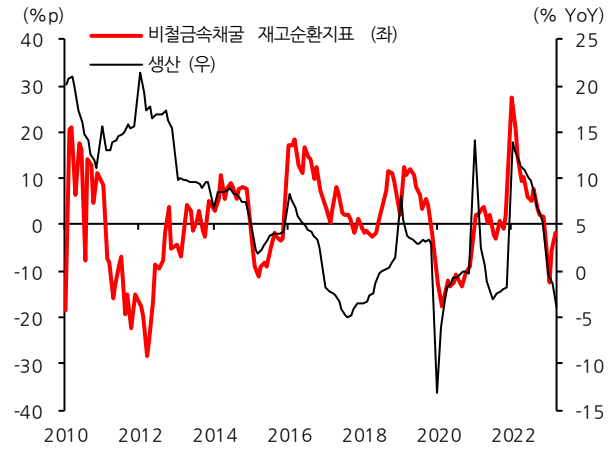
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 석탄채굴/제련업 재고순환지표 및 생산 추이



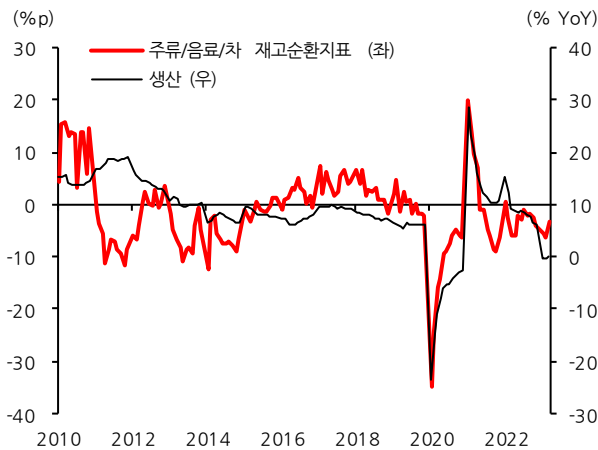
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 비철금속 채굴업 재고순환지표 및 생산 추이



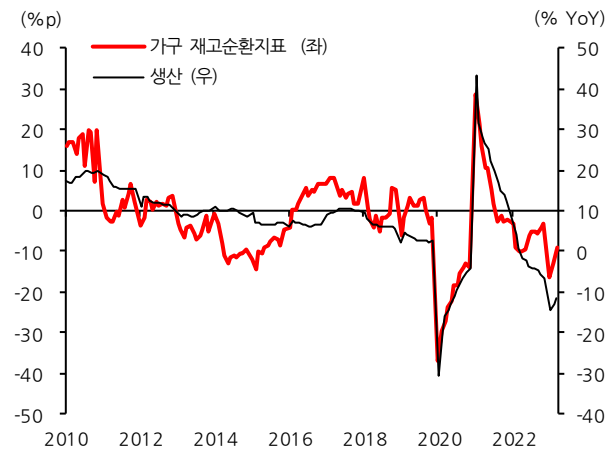
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 주류/음료/차 제조업 재고순환지표 및 생산 추이



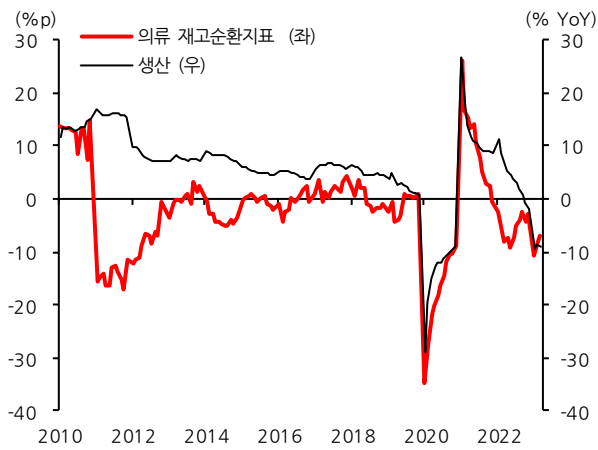
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 가구 제조업 재고순환지표 및 생산 추이



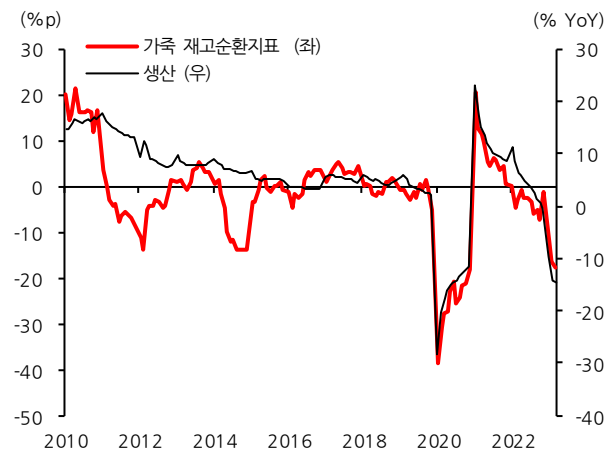
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 의류 제조업 및 생산 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

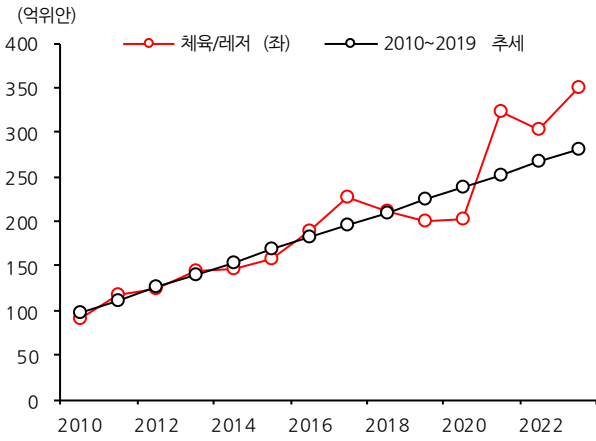
[그림63] 가죽 제조업 재고순환지표 및 생산 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

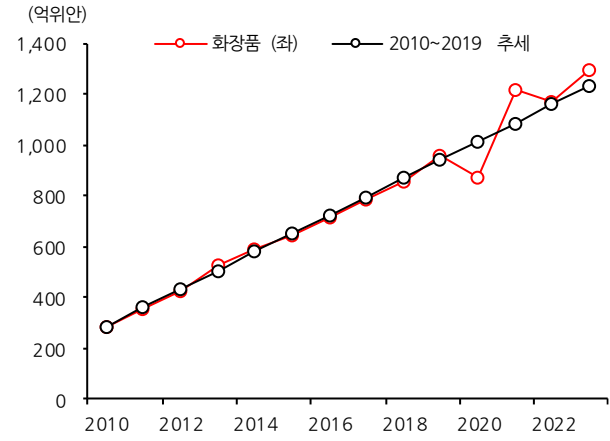
## VI. Appendix – 추세 대비 소비 회복 강도

[그림64] 체육/레저는 추세 대비 +25%



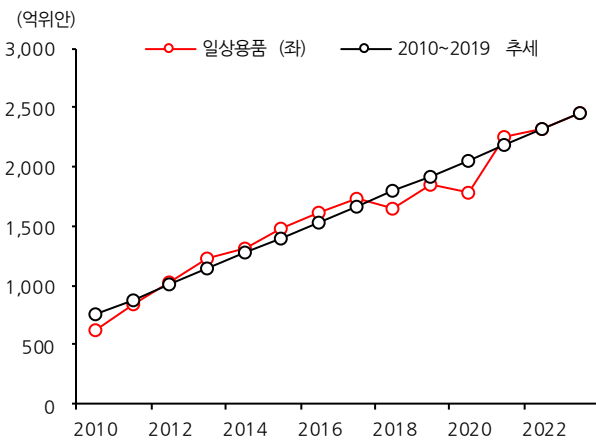
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 화장품은 추세 대비 +5%



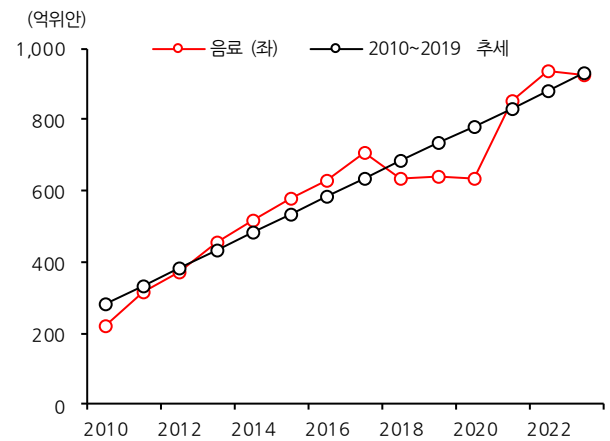
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 일상용품은 추세와 동행



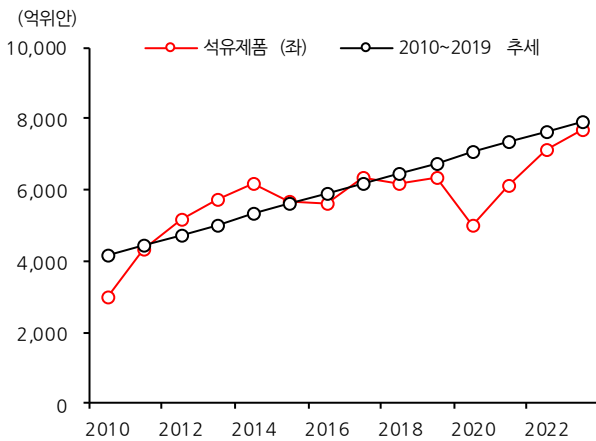
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] 음료는 추세 대비 -1%



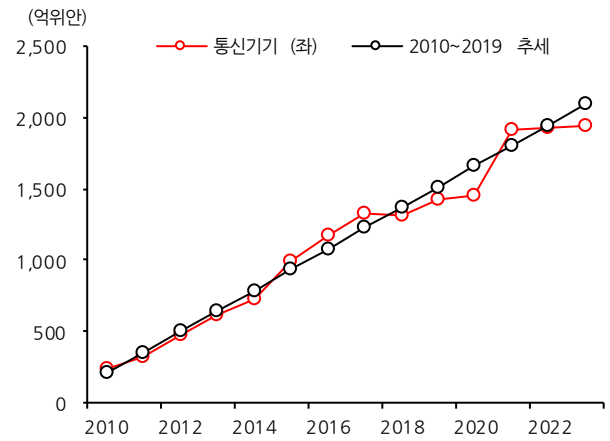
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 석유제품은 추세 대비 -3%



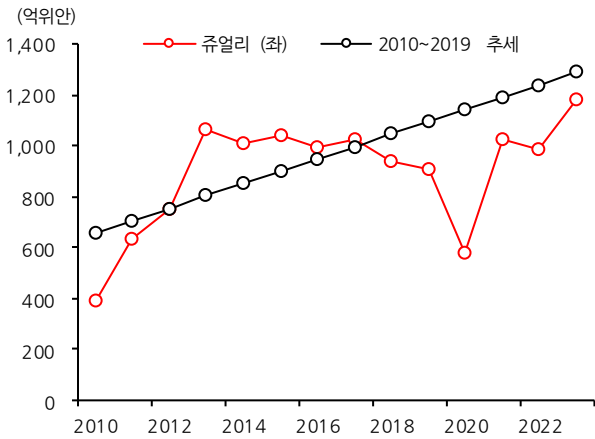
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 통신기기는 추세 대비 -7%



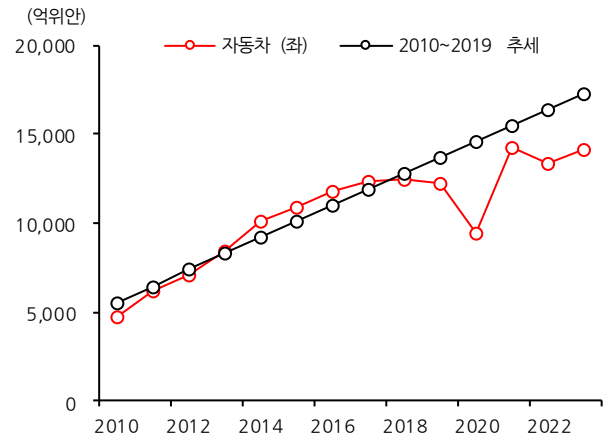
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림70] 주얼리는 추세 대비 -8%



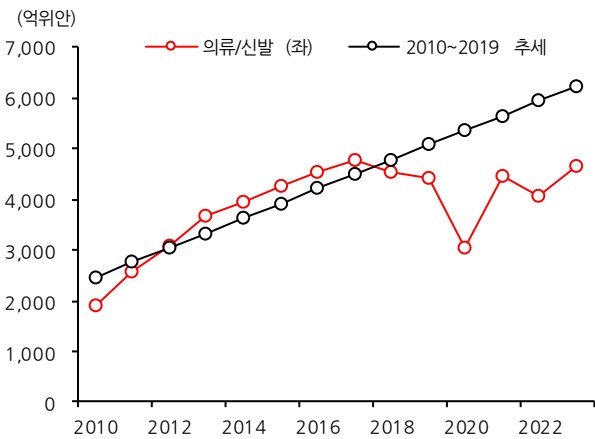
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 자동차는 추세 대비 -18%



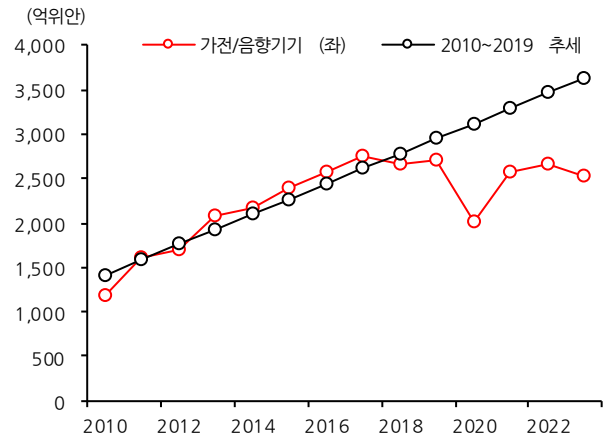
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림72] 의류/신발은 추세 대비 -25%



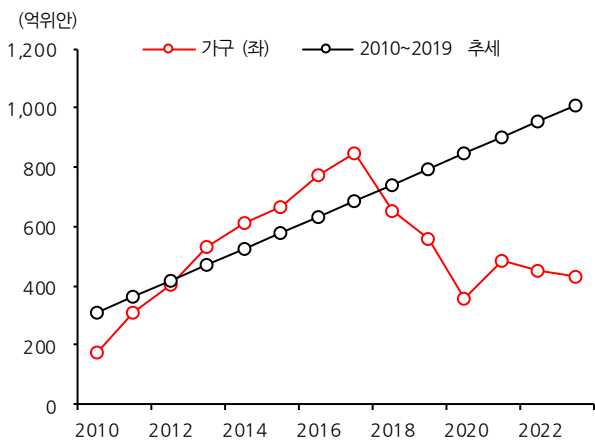
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] 가전/음향기기는 추세 대비 -30%



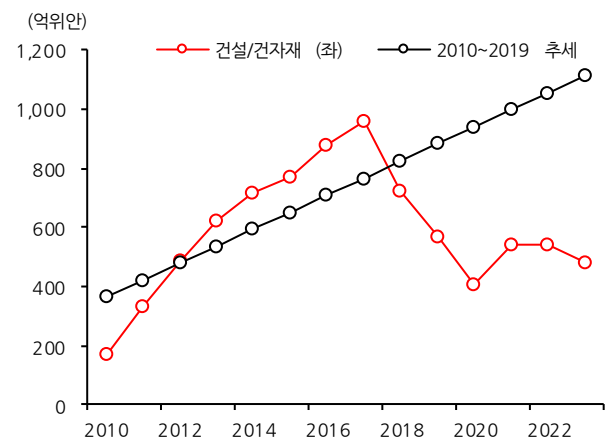
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 가구는 추세 대비 -57%



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] 건설/건자재는 추세 대비 -57%



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

**[ Compliance Notice ]**

(공표일: 2023년 5월 31일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (정정명)  
 저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

**[ 종목 투자등급 ]**

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자의견 ]**

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

**[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]**

(기준일: 2023년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.2%	6.2%	0.6%	100.0%