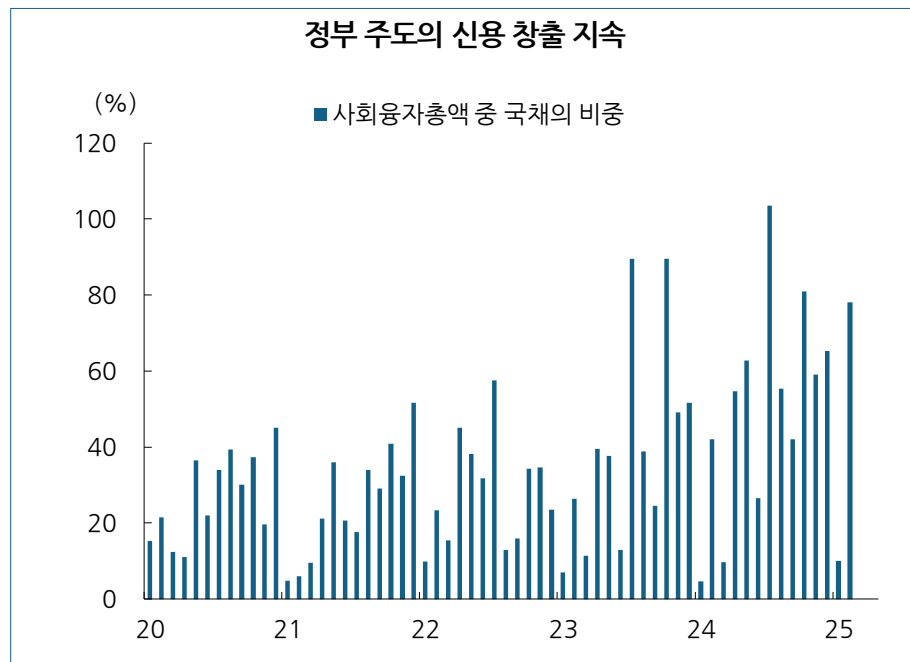
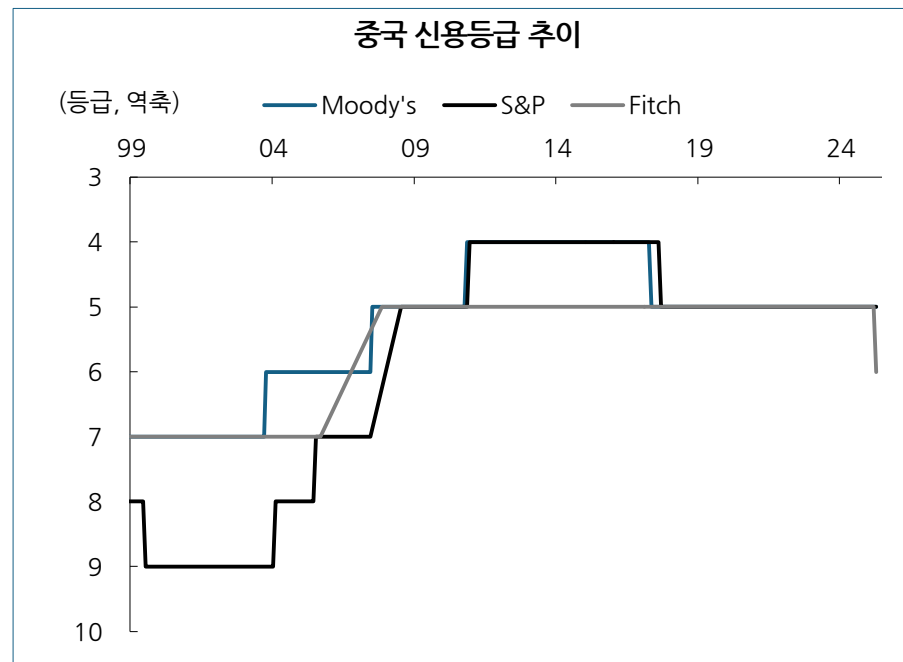


■ 중국의 저성장 기조 지속. 성장 모멘텀 회복 트리거 단기에 부재

- Fitch, 중국 신용등급 18년 만에 처음으로 하향. '부정적'으로 등급 전망 하향 이후 8개월만
- 문제는 관세 이슈 때문에 하향한 것이 아니라는 점
- 공공재정 상황이 악화되고 공공부채가 빠르게 늘어나고 있음
- “관세, 내수 부진, 디플레이 압력 등에서 탈출하기 위해 재정 지출이 지속될 것으로 전망”
- 코로나 이후 정부 주도의 신용 창출 지속 → 민간 부채는 빠르게 늘어나진 않지만 정부 부채는 빠르게 늘어나는 상황
- 민간의 대출 수요가 적어 이를 정부가 대신 지출. 다만 재정의 효과가 없어 악순환 → 향후 정부 부채 비율 빠르게 늘어날 것으로 전망되는 이유



자료: 중국 인민은행, DS투자증권 리서치센터



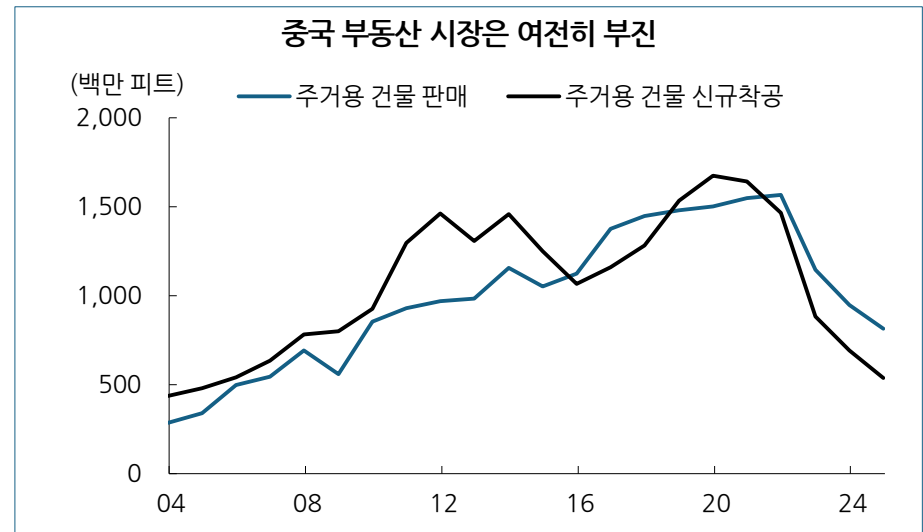
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터
주: 등급별 1~22순위 구분

중국 부동산, 아직은 기대감만 있음

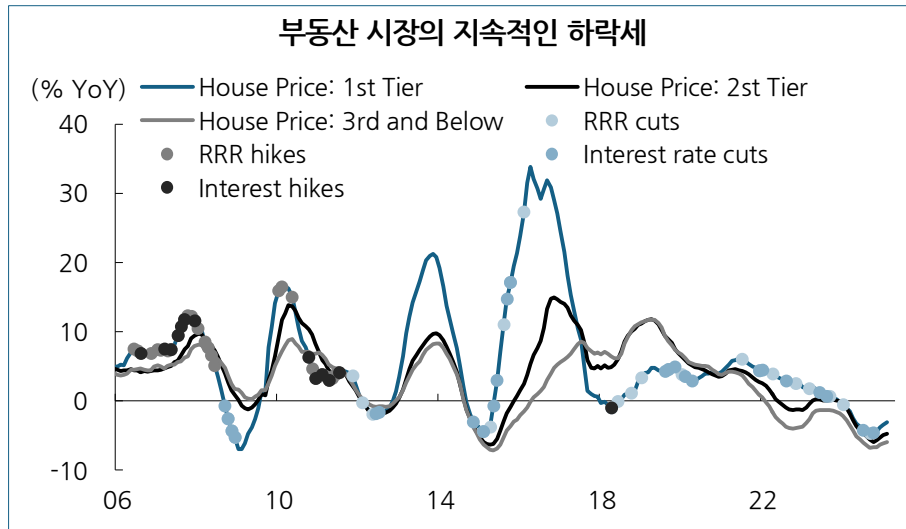
G2 전략: TrumPricing

■ 일부 1선 도시에서 반등의 기미는 보이지만

- 24년 최악의 상황에서 벗어나는 시그널은 확인됨 (주택 처분 소요 시간 감소 등)
- 가격도 전월대비 하락세가 크게 줄어든 모습
- 다만 반등을 기대하기에는 조금 이르다는 판단
- 부동산 시장 회복이 중국 경제 전반의 활기를 불어넣을 것



자료: 중국 국가통계국, DS투자증권 리서치센터



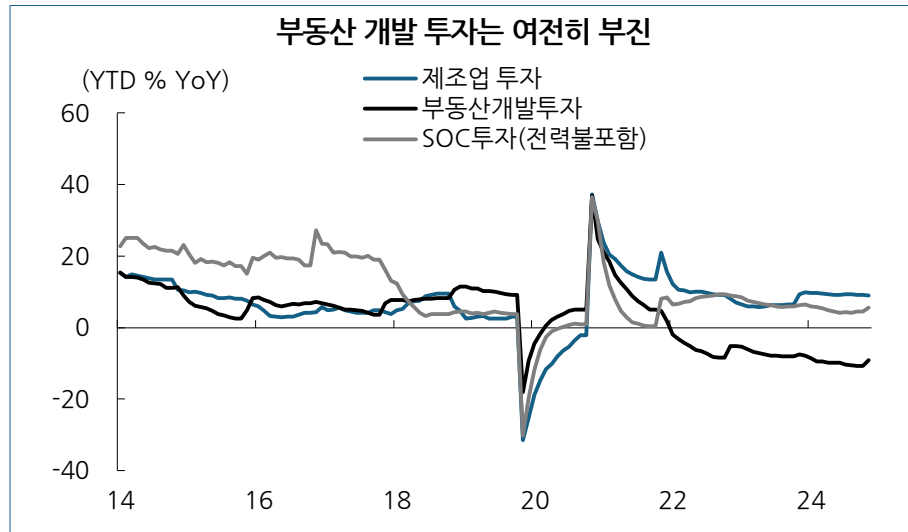
자료: Bloomberg Intelligence, DS투자증권 리서치센터



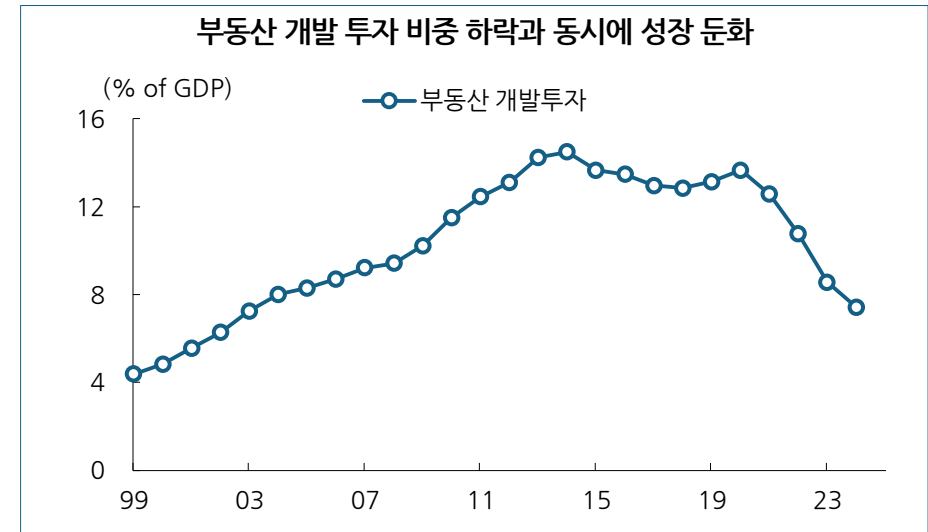
자료: Bloomberg Intelligence, DS투자증권 리서치센터

중국의 부동산 경기는 여전히 부진

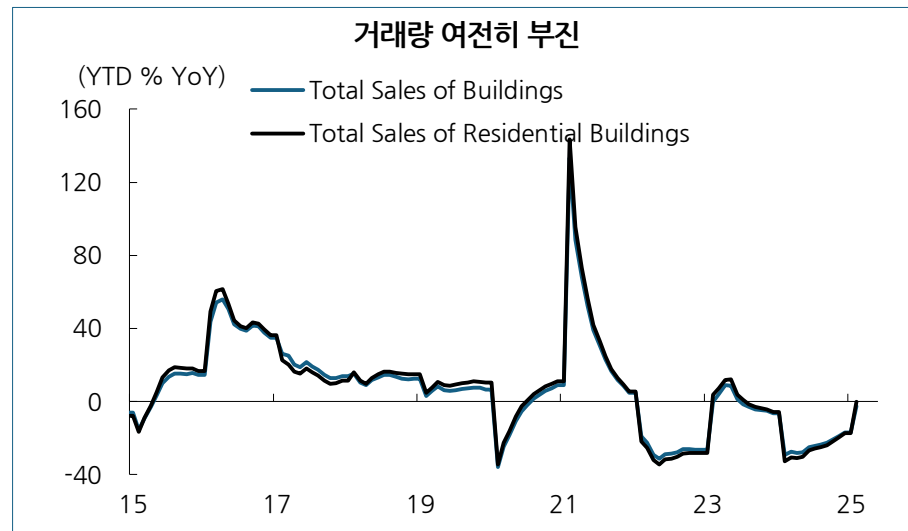
G2 전략: TrumPricing



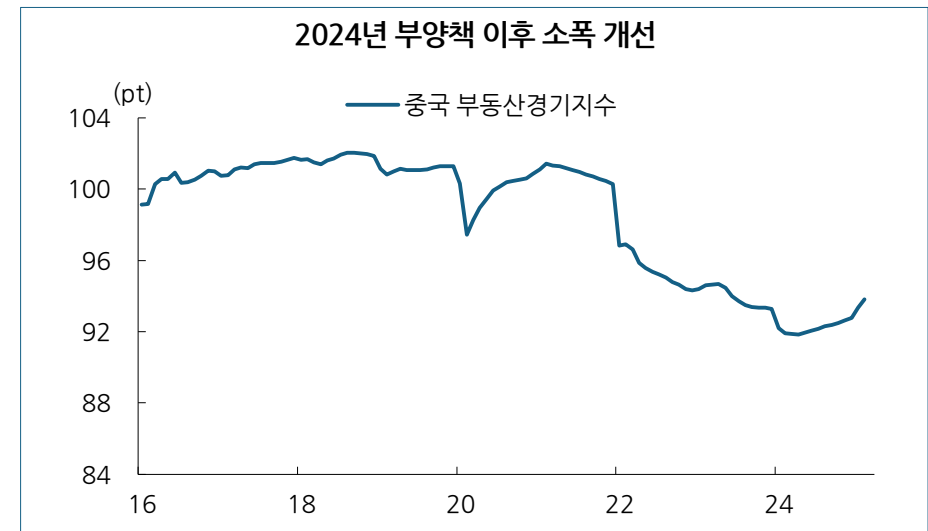
자료: 중국 국가통계국, DS투자증권 리서치센터



자료: 중국 국가통계국, DS투자증권 리서치센터



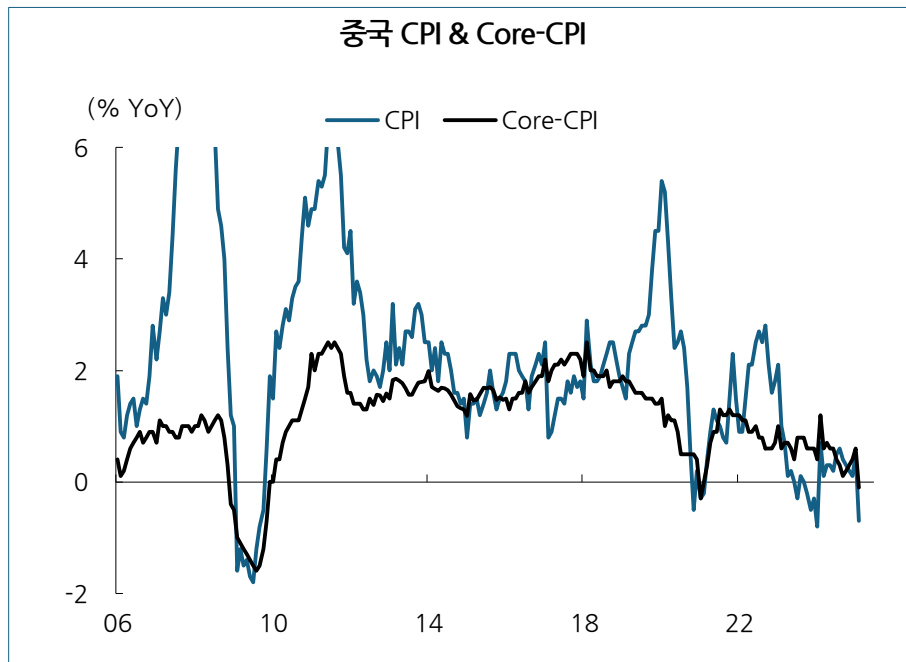
자료: 중국 국가통계국, DS투자증권 리서치센터



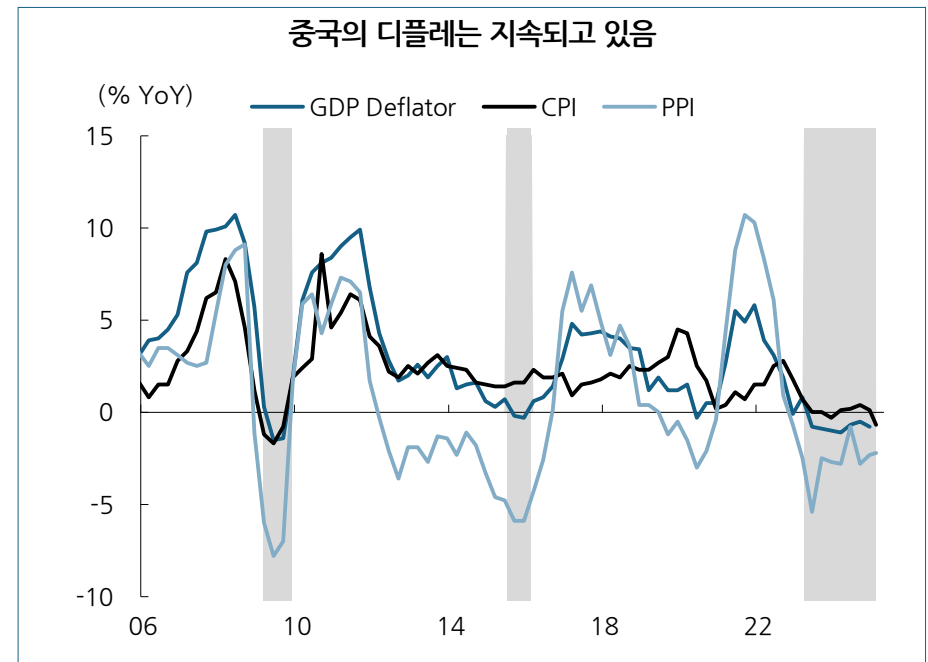
자료: 중국 국가통계국, DS투자증권 리서치센터

■ 부동산 데이터는 꿈틀, 물가는 여전히 부진

- 부동산 경기 회복을 확인하는 이유는 결국 적절한 인플레이션을 유발할 수 있는지 확인하기 위함
- 디플레이션이 지속되면서 통화정책의 파급력이 크게 감소하는 모습
- 금리를 내려도 신용 창출이 되지 않고 경제 성장으로 이어지지 않음
- 물가지표 반등이 중국 회복의 시그널로 볼 수 있다는 판단
- 전인대 발표 내용 또한 시장의 기대치를 충족하진 못하고 아쉬운 점이 많이 남았음
- 중국 경기 회복은 아직 선부르다는 판단



자료: 중국 국가통계국, DS투자증권 리서치센터



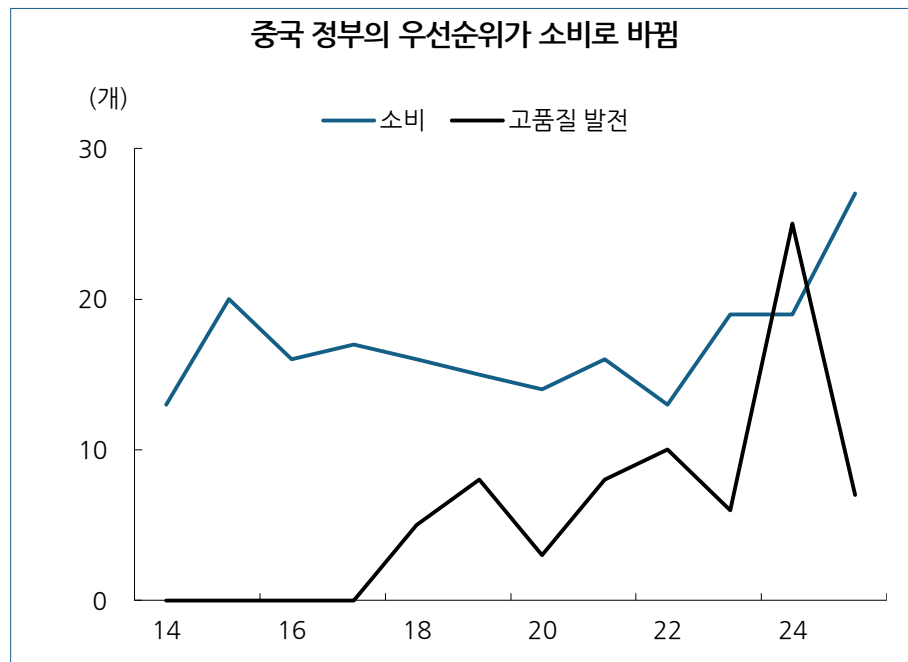
자료: 중국 국가통계국, DS투자증권 리서치센터

중국은 '소비'가 최우선 과제

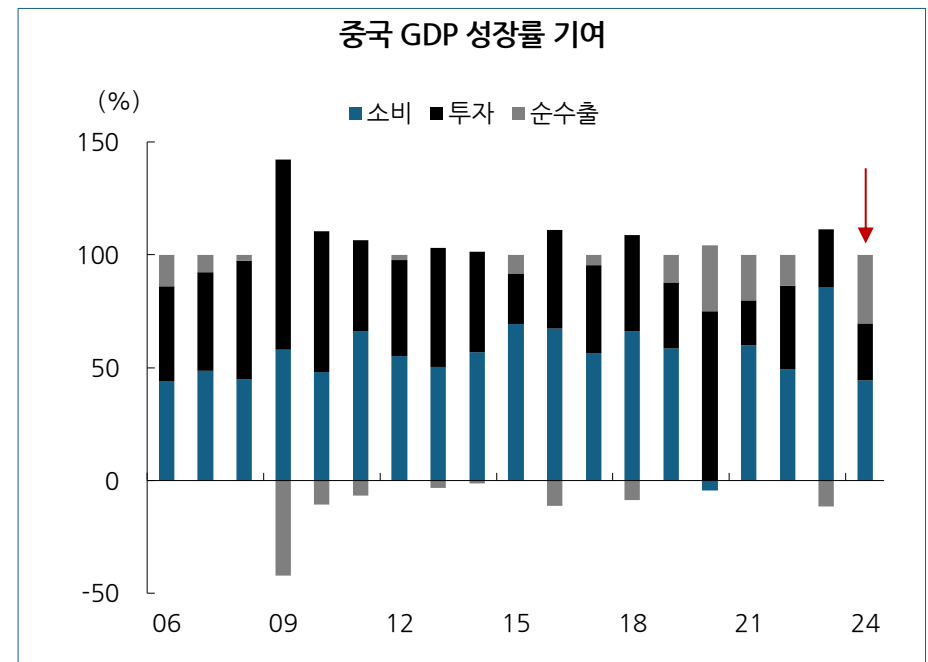
G2 전략: TrumPricing

■ 중국의 올해 경제성장률 목표치는 5%

- 중국 정부는 미국의 관세 부과에도 불구하고 경제성장률 목표치를 5%로 설정
- 수출 둔화가 예상되는 만큼 목표치를 달성하기 위해서는 민간 부문의 지출 확대를 위한 적극적인 경기부양책이 불가피
- 당국은 재정적자율(24년 3% → 25년 4%), 지방정부특수채(3.9조 위안 → 4.4조 위안), 초장기특별국채(1조 위안 → 1.3조 위안) 등 핵심 재정지출 규모를 역대 최대 수준으로 공약
- 특히 올해 정부 업무보고서에서는 시진핑 주석이 집권한 이래 '소비'를 가장 많이 언급하면서 최우선 과제로 설정
- 물가 상승률의 목표치를 2003년 이후 최저치인 2%로 낮춘 점도 당국의 디플레이 탈출에 대한 의지를 확인할 수 있었던 긍정적인 부분
- 작년 5% 성장 달성에는 수출 밀어내기가 큰 기여를 했음. 중국은 내수를 살려 성장의 구성을 바꿔야 함. 재정 정책을 작년에 비해 강하게 낸 배경이라는 판단. 중국의 성장률이 높아지기보다는 성장의 구성을 바꾸는데 치중한 정책이라는 판단



자료: 중국 정부업무보고서, DS투자증권 리서치센터
주: 중국 정부업무보고서에 언급된 단어 횟수



자료: 중국 국가통계국, DS투자증권 리서치센터
주: GDP 경제성장률에 기여한 비율

중국

글로벌 전략

G2 전략
: TrumPricing



우지연 글로벌 투자전략·시황
02-709-2668
gyeoni@ds-sec.co.kr

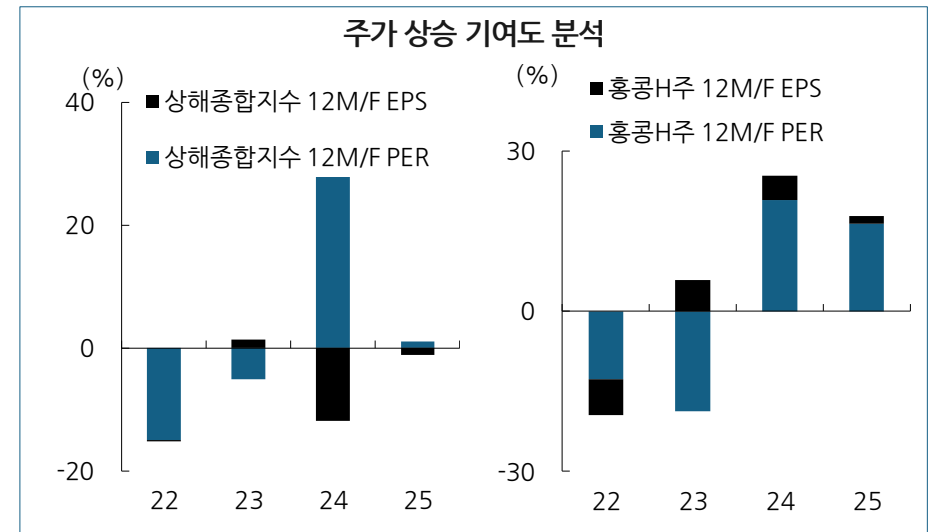
김현지 연구원
02-709-2663
guswl4461@ds-sec.co.kr

유동성이 이끈 중국 증시

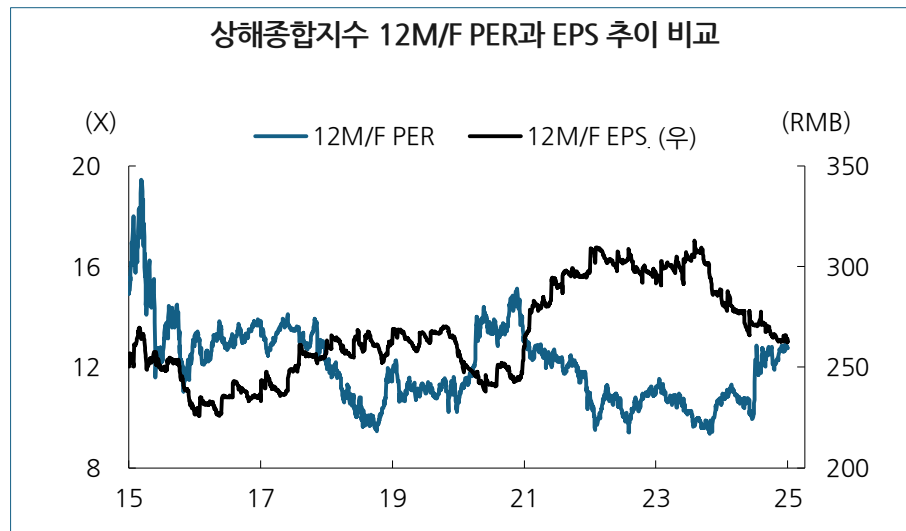
G2 전략: TrumPricing

■ 주가 : EPS X PER

- 지난해부터 이어온 중국 증시의 강세는 유동성이 견인
- 24년과 25년 중국 증시 상승 기여도에 대한 PER 변화 영향이 더 컸음
- 상해종합 25년 YTD 주가 0.0%. 12M/F PER 1.0%, 12M/F EPS -1.1%
- 홍콩H주 25년 YTD 주가 18.1%. 12M/F PER 16.4%, 12M/F EPS 1.5%
- 현지 금융당국 당국의 금융시장 부양책(금리 인하) 영향 속 개인 투자자들의 투자심리 살아나며 금융시장에 막대한 유동성이 유입
- 반면 기업 이익은 중국 경기의 완만한 회복 속도를 반영하며 제한적 상승



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터
주: 3/27일 기준



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

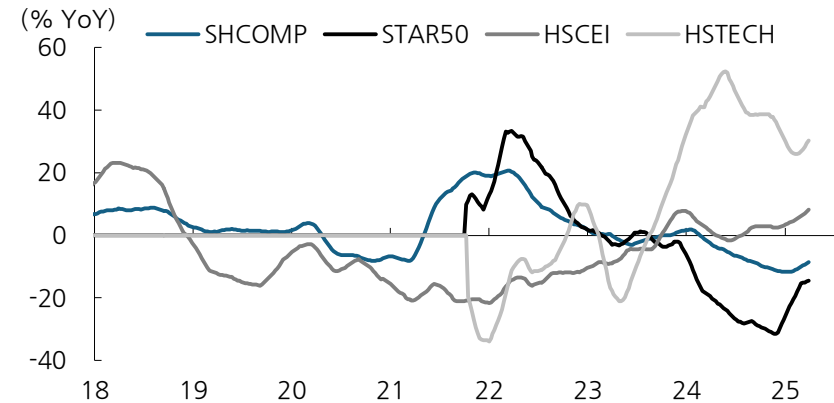
여전히 높아 보이는 중국 투자 매력도 1) 지속되는 이익 성장 흐름

G2 전략: TrumPricing

■ 중국 본토+홍콩 이익 성장 확장 기조

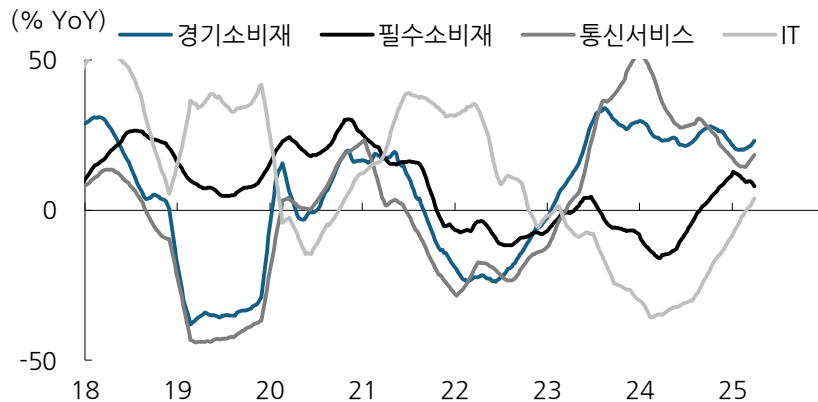
- 홍콩에서 시작된 기업 이익 성장 기대가 본토로 확산되는 모습
- 다만 중국 정부의 정책기조에 따라 업종별 이익 회복 속도의 편차는 존재
- AI 투자, 내수 진작책 등 현지 당국의 정책 수혜가 집중된 IT&커뮤니케이션, 소비재가 중화권 증시의 이익 성장을 주도(소비/성장)
- 이구환신 수혜 효과가 제한적인 필수 소비재의 이익 성장세는 둔화 지속
- 한편 경기민감 업종의 이익 성장은 중국 펀더멘탈 회복 지연으로 업스트림(소재)을 제외하고 아직은 대체로 바닥권
- 부동산 업종은 경기 위축 장기화되며 여전히 감익 중

중화권 주요 증시 이익 성장률 비교



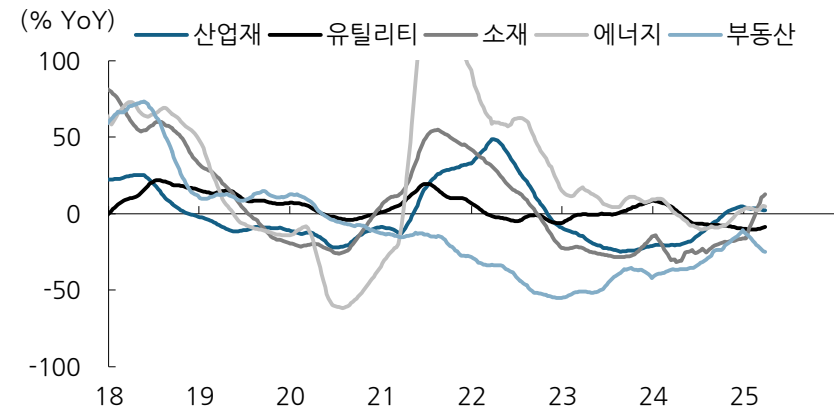
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터
주: 3/27일 기준

MSCI China 소비와 테크 업종 이익 성장률



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

MSCI China 경기민감 업종 이익 성장률



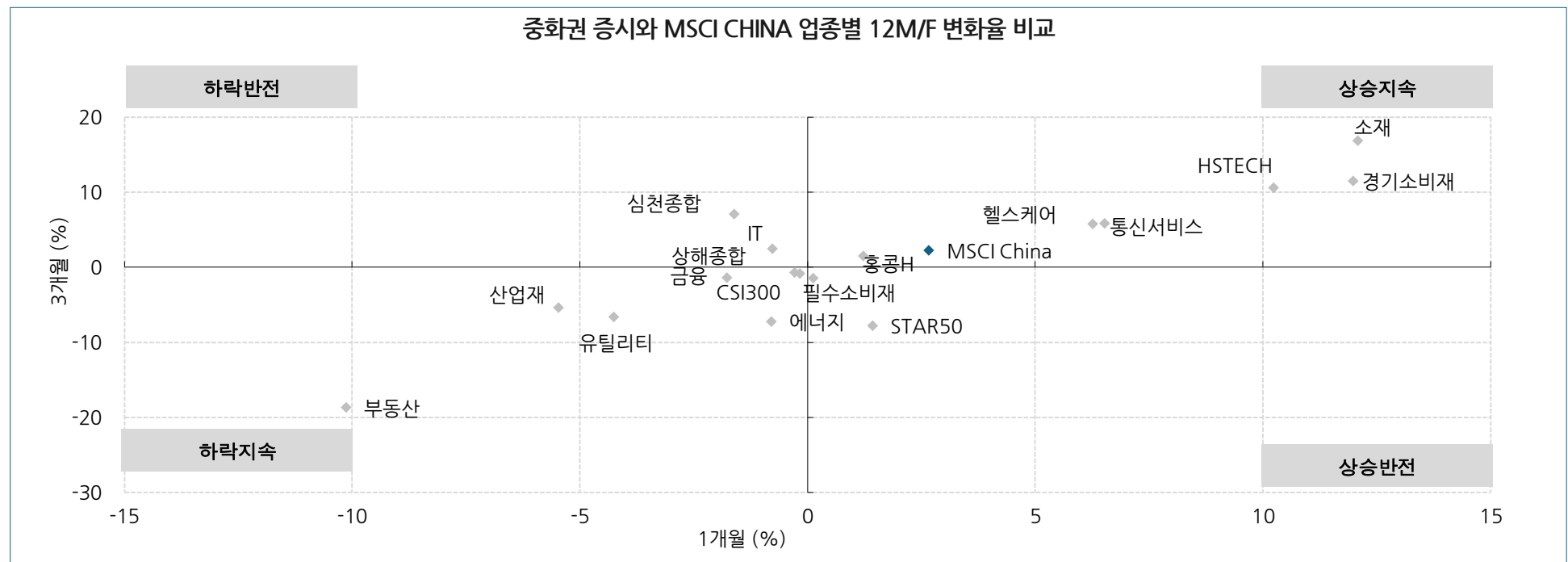
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

여전히 높아 보이는 중국 투자 매력도 2) 견고한 이익 모멘텀

G2 전략: TrumPricing

■ 이익 전망 추이도 견고히 유지 중

- 홍콩 대형 기술주와 경기소비재 중심으로 이익 모멘텀도 유지 중
- 중국 본토 중소형 첨단 테크 업종(STAR50) 이익 턴어라운드 부각
- 그러나 경기민감 업종의 이익 모멘텀은 악화 심화
- 업스트림 업종인 소재의 이익 모멘텀이 여타 업종 대비 우세. 중국 산업 경기 바닥 통과에 따른 우선적 수요 확대와 중국 자동차 소비 증가의 영향

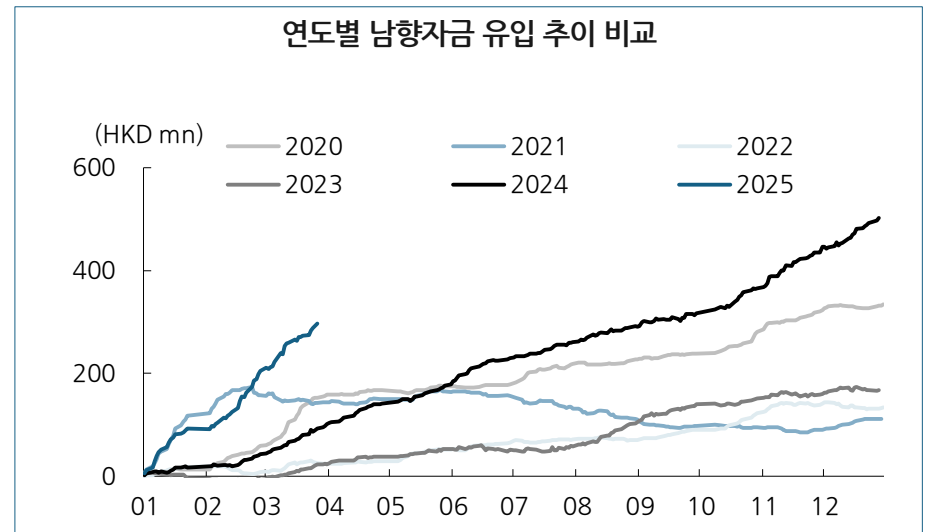


자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

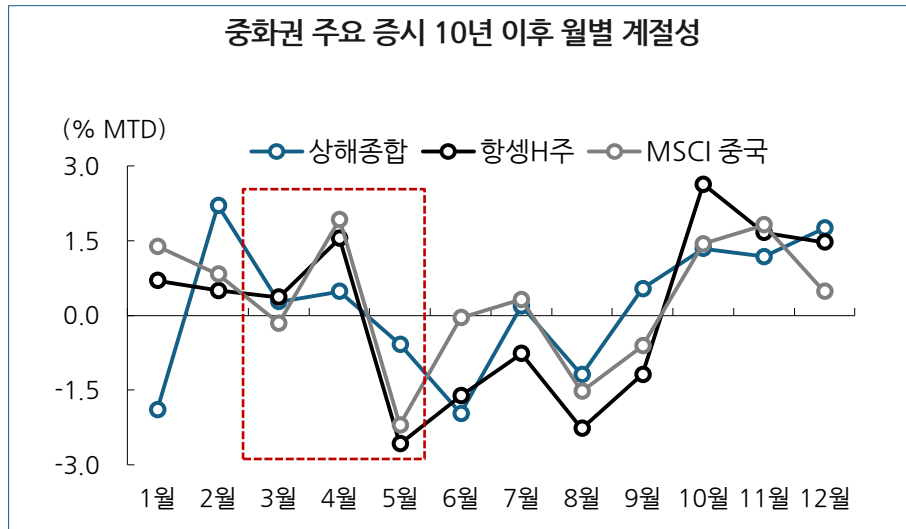
여전히 높아 보이는 중국 투자 매력도 3-1) 본토 발 수급 확대를 견인할 배당 이벤트 G2 전략: TrumPricing

■ 수급적 요인은 본토 대비 홍콩 증시에 매력적

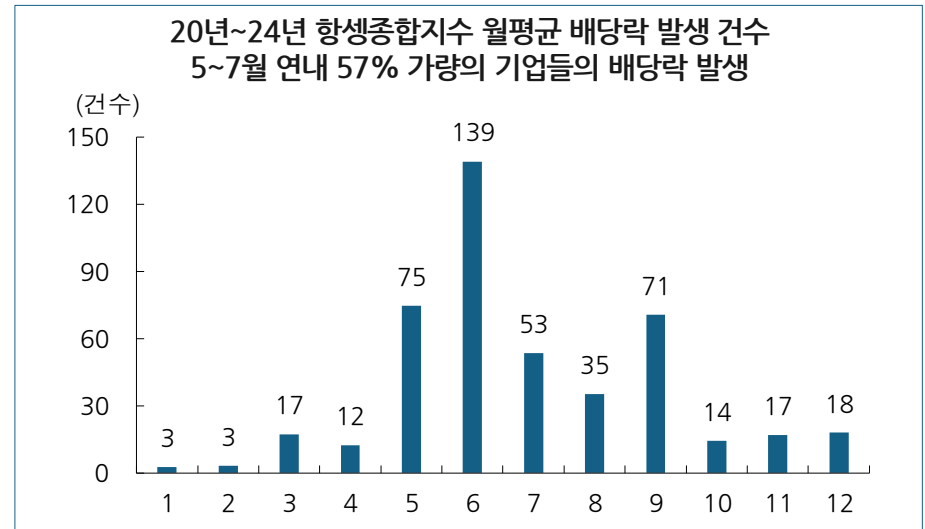
- 중화권 증시는 2Q 배당 성수기 도래로 배당수익률 높은 홍콩 증시로의 본토 수급 이동이 나타나는 계절성이 존재
- 현재 홍콩 증시 랠리를 이끄는 주요 수급 주체는 본토 자금
- 배당 메리트는 본토의 남향 자금 유입을 당분간 지속시키는 요인으로 작용할 것
- A/H 동시 상장된 종목이라도 저밸류 등 요인으로 인해 H주 배당수익률이 상대적으로 높음
- 배당수익률 비교: H주 3.3%, A주 1.9%, ADR 1.6%
- 다만 배당락 발생 후 단기적인 Sell on 부각될 수 있다는 점은 주의



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



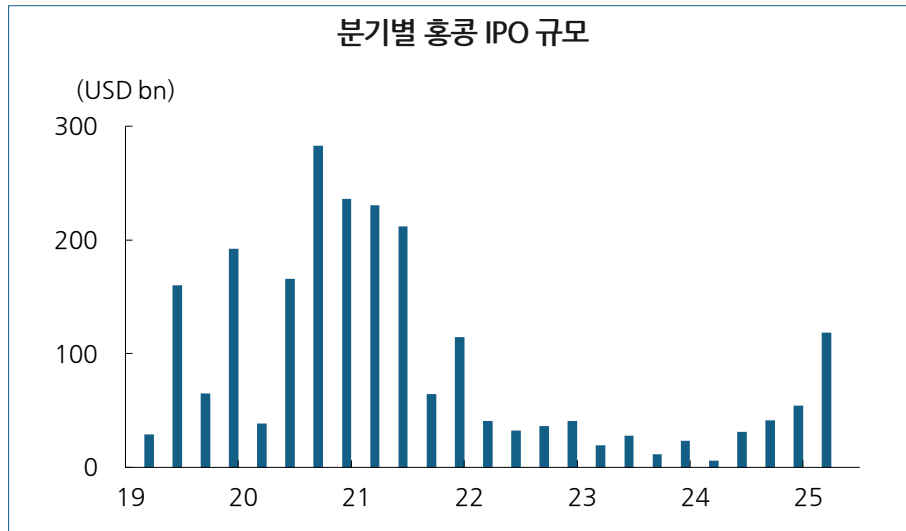
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

여전히 높아 보이는 중국의 투자 매력도 3-2) 본토 발 수급 확대를 견인할 IPO 이벤트

■ 수급적 요인은 본토 대비 홍콩 증시에 매력적

- 주요 A주의 홍콩 2차 상장 계획은 홍콩에 대한 단기적 자금 유입을 더욱 촉진할 것
- 중국 당국의 증시 부양책 영향으로 지난해부터 홍콩 IPO 시장은 활황 중
- 특히 자금조달 편의를 위해 기존 본토 A주의 홍콩 2차(Dual) 상장 기조 가속화
- 올해 1분기 홍콩 IPO 규모는 118.4 USD bn(YoY +1,886%) 기록
- 전기차 대장주 CATL을 비롯해 다수의 A주 기업들도 홍콩 2차 상장 계획을 발표
- 기업이 홍콩거래소에 IPO 신청 후 실제 상장되기까지 경험적으로 3~4개월 정도 소요
- 연초 홍콩 2차 상장 계획을 발표한 A주는 30여 개
- 큰 변수가 없는 한 주요 기업들의 IPO는 2Q 내 마무리될 가능성

→ 펀더멘탈과 수급적 요인들은 본토보다 홍콩 증시의 높은 매력도를 시사



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

올해 연초 홍콩 증시에 2차 상장 계획을 발표한 A주 리스트

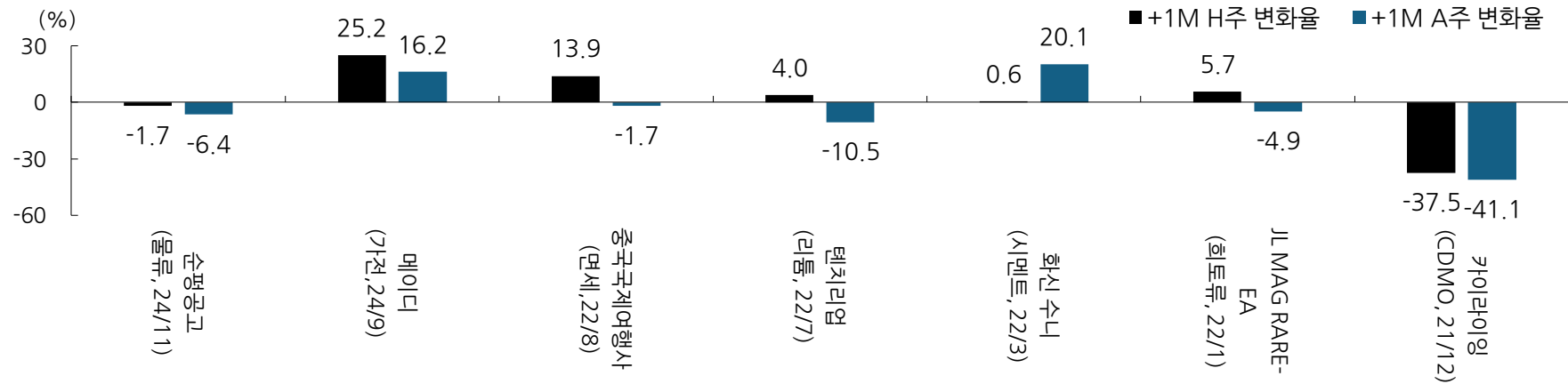
A주 티커	종목명	Market Cap (RMB bn)	YTD (%)	섹터명	산업명	H주 상장 계획 발표
300750.SZ	CATL	1,113.8	-5.1	산업재	전기 부품 & 장비	2025-02-11
600276.SH	항서제약	313.9	6.6	건강관리	제약	2025-01-06
603288.SH	해천미업	225.7	-12.4	필수소비재	포장 식품 & 고기	2025-01-13
600031.SH	삼일중공업	161.6	14.3	산업재	건설장비 및 대형 운송	2025-02-18
300433.SZ	남과사기	126.2	13.0	IT	전자 부품	2025-03-12
605499.SH	동평음료	129.5	1.0	필수소비재	청량음료 및 무알코올	2025-03-07
002050.SZ	싼화	107.6	19.2	산업재	산업용 기계, 용품 및	2025-01-15
688506.SH	쓰촨 바이오인 제약	93.2	20.5	건강관리	제약	2024-07-10
000938.SZ	자광홀딩스	78.4	-6.1	IT	기술 판매업체	2025-03-07
002459.SZ	JA Solar	38.2	-18.6	IT	반도체	2025-02-21
301308.SH	Longsys	38.5	1.3	IT	기술 하드웨어, 스토리	2025-03-21
002340.SZ	GEM	33.4	-2.8	산업재	전기 부품 & 장비	2025-01-20
300919.SZ	중웨이신소재	33.0	-6.0	산업재	전기 부품 & 장비	2025-02-11
300450.SZ	선도지능	32.9	0.4	산업재	산업용 기계, 용품	2025-02-25
688538.SH	화휘광전	30.3	-7.6	IT	전자 부품	2025-02-21
688234.SH	SICC	26.6	15.7	IT	반도체 재료 및 장비	2025-02-24
600699.SH	군송전자	25.3	11.9	자유소비재	자동차 부품과 장비	2025-01-16
300638.SZ	Fibocom	24.8	51.7	IT	통신 장비	2025-03-21
603345.SH	안정식품	23.4	-3.8	필수소비재	포장 식품 & 고기	2025-01-20
688279.SH	봉초과기	21.6	40.9	IT	반도체	2025-01-15
002865.SZ	Hainan Drinda	11.5	-1.8	IT	반도체	2024-02-06
688141.SH	JoulWatt	13.0	-10.0	IT	반도체	2025-02-17
002240.SZ	청신 리튬 그룹	11.6	-11.0	소재	특수 화학제품	2024-08-26
603083.SH	CIG 상하이	10.0	-12.4	IT	통신 장비	-
603093.SH	남화선물	8.3	8.7	금융	투자 은행 & 중개업	2025-01-20
688062.SH	매위생물	8.0	-1.8	건강관리	생명공학	2025-01-06
833575.SZ	Beijing H&B	4.6	-0.7	-	-	-
002803.SZ	샤먼 지홍	4.9	-5.7	커뮤니케이션 서비스	광고	-

자료: 현지 언론 보도, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

최근 중국 A주의 홍콩 2차 상장 후 A/H주 수익률 비교

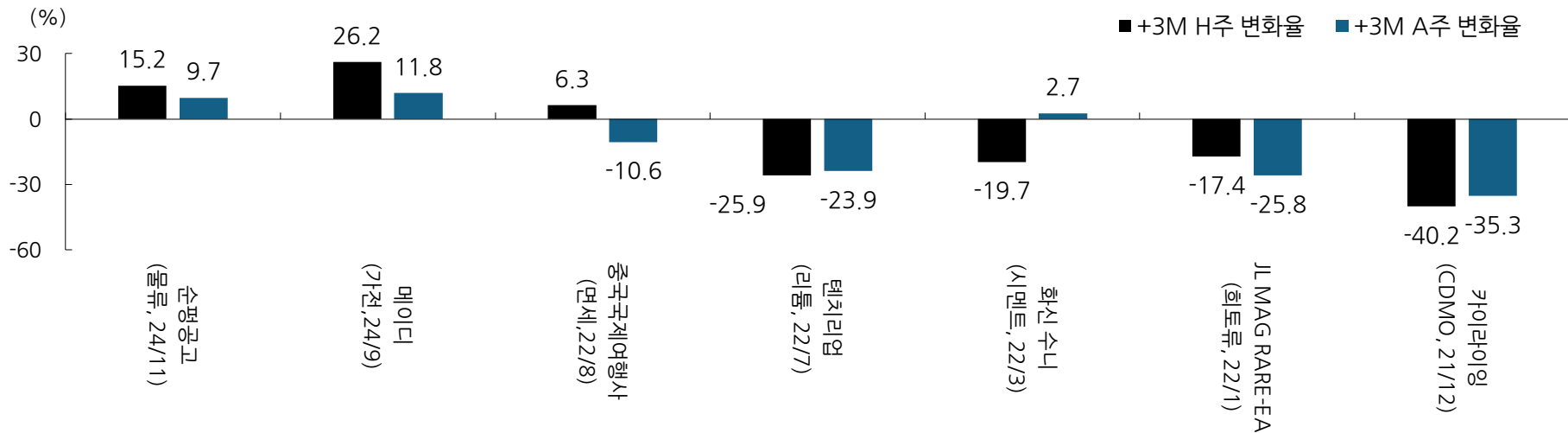
G2 전략: TrumPricing

상장 직후 신규 상장된 H주로 본토 수급 유입되며 대체적으로 H주가 아웃퍼폼. A주의 H주 신규 상장은 단기적 수급 요인



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터 / 주: 상장일 기준

그 이후는 대내외 시장 상황에 따라 주가 흐름 상이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터 / 주: 상장일 기준

딥시크 쇼크로 인한 단기 과열 해소→ 추가 상승 여력도 확보된 상태

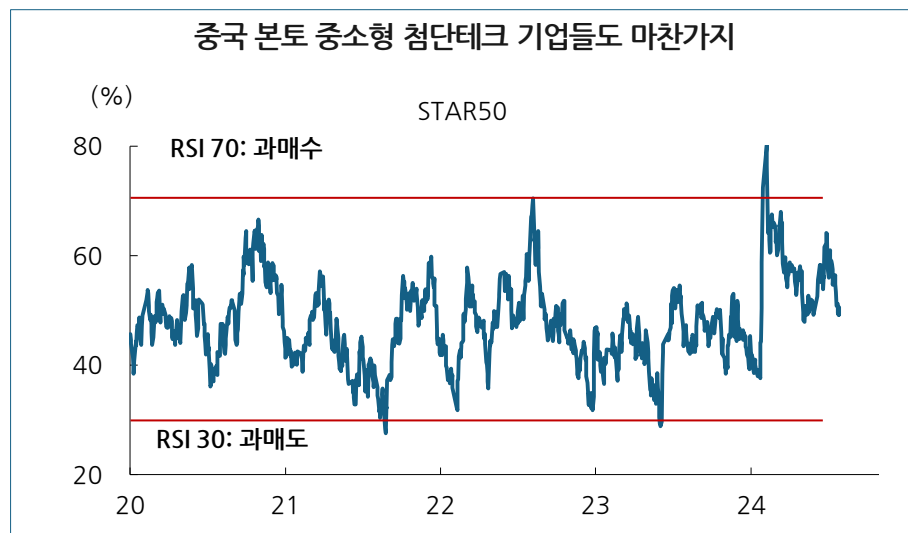
G2 전략: TrumPricing



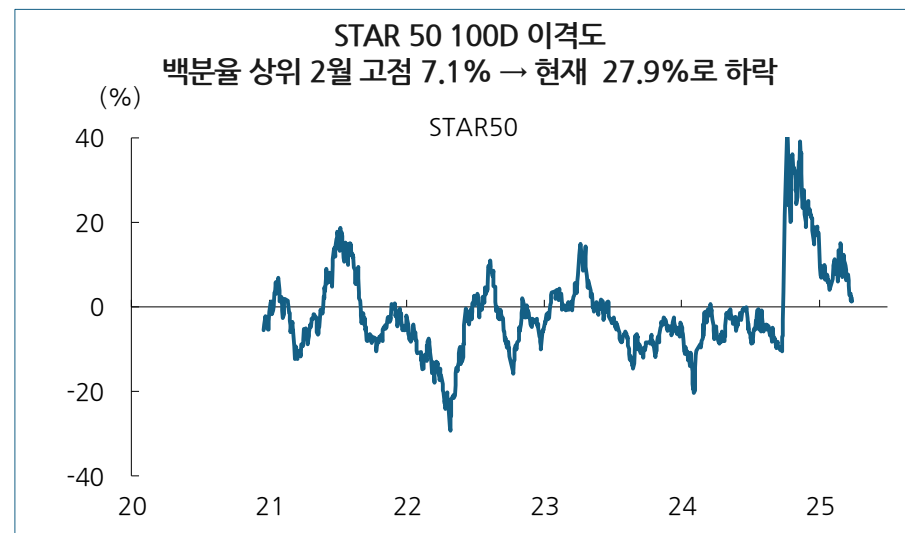
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터
주: 3월 말 기준



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터
주: 3월 말 기준



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터
주: 3월 말 기준



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터
주: 3월 말 기준

그러나 이전과 같은 가파른 밸류에이션 확장은 기대하기 힘들 것

G2 전략: TrumPricing

■ 할인율 = 무위험수익률 + Equity Risk Premium

- 현재 할인율(1/PER)은 이미 장기평균(15Y~) 수준으로 회귀한 상태
- 현지 당국의 완화적 통화정책 기조가 지속되는 만큼 무위험 수익률(국채 10년물) 추가 하락의 효과는 기대해볼 수 있음
- 그러나 향후 미-중 갈등 악화로 인한 리스크 프리미엄 상승이 현지 통과당국의 금리인하 효과를 상쇄할 것



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

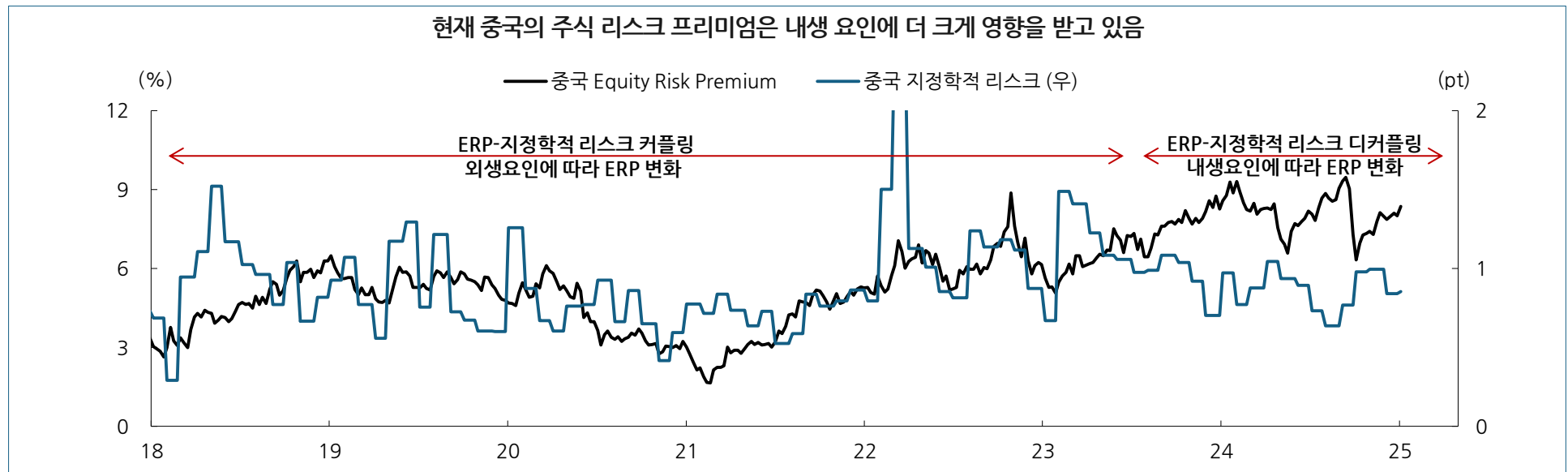
향후 ERP 상승 가능성에 주의. 미-중 간 정세 변화가 중화권 증시 전략 전환의 중요한 변곡점

■ 아직 미-중 갈등 리스크를 반영하지 않고 있는 중국 증시

- 중국 증시는 아직 외생 요인, 즉 지정학적 리스크를 반영하지 않고 있음
 - 23년 이후 ERP와 중국 지정학적 리스크가 디커플링 되고 있다는 점을 주목
 - 현재 중국 투자자들이 외생보다 내생에 대한 리스크를 더 크게 인식한다는 의미
 - 아직 트럼프 정부의 관세 규제가 중국이 아닌 여타국에 집중되고 있기 때문
 - 중국 금융당국도 아직 대미 방어책인 위안화 방어 조치를 취하지 않고 있음
 - 18~19년과는 극명히 다른 모습. 아직 미-중 갈등이 본격화되지 않았다는 증거
 - 중국 ERP는 이미 상당히 높은 레벨에 위치
 - 그러나 양국 간 갈등이 격화되는 과정에서 ERP 또한 추가 상승 압력을 받을 것
- 2Q 중화권 증시를 보수적으로 볼 필요



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

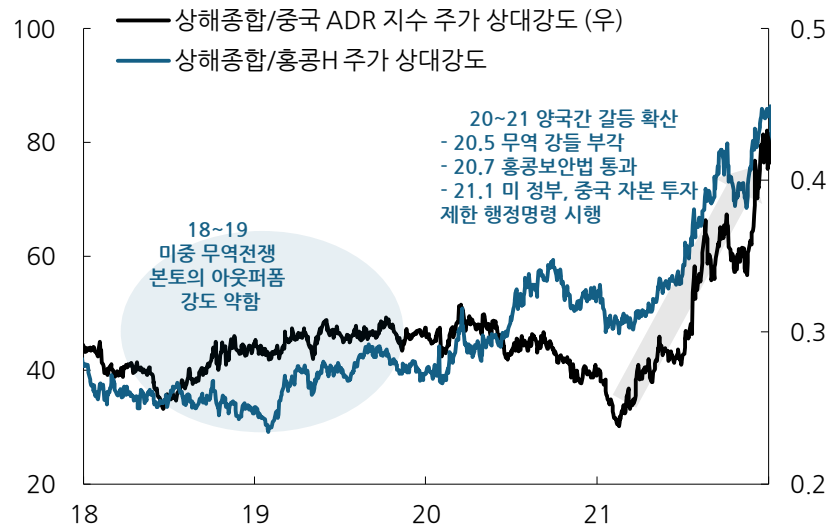
홍콩 증시 독재가 지속될 수 없다는 의미. 주도 시장의 점진적인 로테이션

G2 전략: TrumPricing

■ 트럼프 정부의 대중국 규제 패던 : 무역 → 기술 → 금융

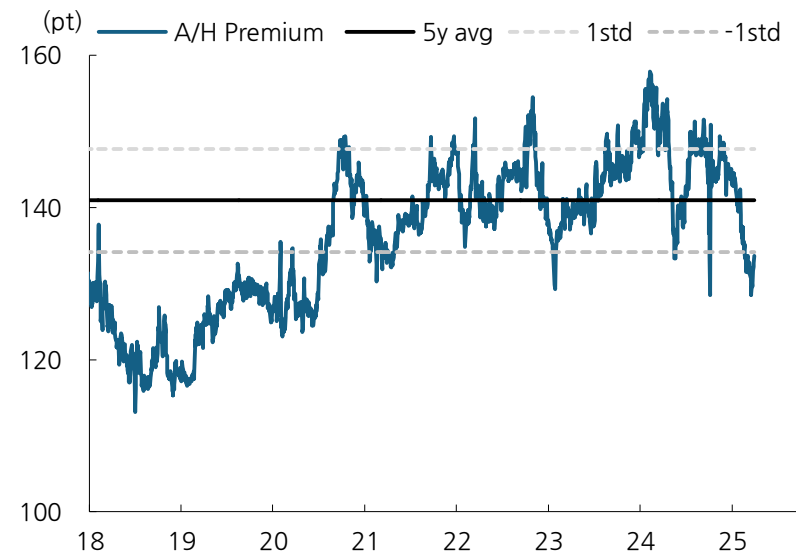
- 지정학적 리스크에 대한 취약성은 경험적으로 본토 증시보다 홍콩 증시가 높았음
- 이는 펀더멘탈은 본토의 영향을 받으나 환율(달러 페그제) 등 금융 환경은 미국의 영향을 받는 홍콩 증시의 고유한 특징
- 관세 규제로 시작된 트럼프 정부의 대중국 견제 조치가 기술&금융 규제로 확산될 수 있다는 점을 인지할 필요
- 지난 20년 미-중 무역 갈등 재부각된 이후 트럼프 대통령은 무역 규제에 이어 기술 규제와 금융 규제를 발표하며 대중국 압박 수위를 높임
- 트럼프 정부가 기술규제와 금융규제 카드를 꺼내들 시 홍콩 증시에 직접적인 타격은 불가피
- 그렇다면 이미 레벨 부담이 높은 홍콩 기술주 독주의 정당성이 용인되긴 어려울 것. 가격 메리트와 대외안전성이 부각되는 A주가 재주목을 받을 가능성
- 2Q 본토 자금의 홍콩에서의 본토로의 회귀와 홍콩 대비 본토의 아웃퍼폼이 나타날 것으로 전망

미-중 갈등이 관세 규제에서 금융규제로 확산될 경우
홍콩 증시와 중국 ADR 종목에 대한 리스크오프 크게 부각될 전망



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

A/H 밸류에이션 상대강도는 5년 avg -1std 수준을 이미 하회
가격 메리트가 부각되는 본토 증시



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

미국과의 지정학적 리스크에 민감도가 높은 H주 종목 리스트(1)

G2 전략: TrumPricing

미 증시에 상장했거나 혹은 미 정부 규제 적용되는 H 대형주

No	H주 티커	종목명	Market Cap (HKD bn)	YTD (%)	섹터명	산업명	ADR 티커	미 국방부 규제 적용 여부	미 금융규제 적용 여부	HSCI 시총 비중 (%)
1	700 HK	텐센트 홀딩스	4,638	19.2	커뮤니케이션 서비스	인터랙티브 미디어	TCEHY	U	U	12.6
2	9988 HK	알리바바그룹	2,470	55.3	자유소비재	대규모 소매업	BABA	U	U	6.7
3	1398 HK	중국공상은행	2,456	6.3	금융	다양한 은행	IDCBY	U	U	6.7
4	1288 HK	중국농업은행	1,910	5.6	금융	다양한 은행	ACGBY	U	U	5.2
5	941 HK	CHINA MOBILE	1,836	9.4	커뮤니케이션 서비스	무선 전기통신 서비스	-	Y	Y	5.0
6	939 HK	중국건설은행	1,744	6.2	금융	다양한 은행	CICHY	U	U	4.7
7	3988 HK	BANK OF CHINA	1,650	18.1	금융	다양한 은행	BACHY	U	U	4.5
8	5 HK	HSBC 홀딩스	1,571	16.3	금융	다양한 은행	HSBC	U	U	4.3
9	857 HK	중국석유	1,555	2.9	에너지	종합 석유 & 가스	-	U	U	4.2
10	1810 HK	샤오미 집단	1,213	42.6	정보기술	기술 하드웨어, 스토리	XIACY	U	U	3.3
11	1211 HK	BYD COMPANY	1,169	47.3	자유소비재	자동차 제조업체	BYDDY	U	U	3.2
12	3968 HK	초상 은행	1,158	14.8	금융	다양한 은행	CIHKY	U	U	3.1
13	3690 HK	MEITUAN-W	963	2.7	자유소비재	레스토랑	MPNGY	U	U	2.6
14	2318 HK	중국 핑안보험 집단	952	0.5	금융	생명 & 건강 보험	PNGAY	U	U	2.6
15	2628 HK	CHINA LIFE-H	951	2.2	금융	생명 & 건강 보험	-	U	U	2.6
16	883 HK	CNOOC	925	-3.1	에너지	석유 & 가스 탐사 & 생산	-	Y	Y	2.5
17	1088 HK	중국 선회 능원	789	-6.1	에너지	석탄 & 소모 연료	CSUAY	U	U	2.1
18	728 HK	CHINA TELECOM	733	19.9	커뮤니케이션 서비스	통합 정보통신 서비스	-	Y	Y	2.0
19	386 HK	시노펙	697	-7.9	에너지	종합 석유 & 가스	-	U	U	1.9
20	1299 HK	AIA 그룹	642	4.1	금융	생명 & 건강 보험	AAGIY	U	U	1.7
21	300 HK	메이디 집단	618	4.6	자유소비재	가정용 기기	MGCLY	U	U	1.7
22	3328 HK	교통은행	563	8.9	금융	다양한 은행	BCMXY	U	U	1.5
23	1658 HK	중국우정저축은행	537	5.0	금융	다양한 은행	PSTVY	U	U	1.5
24	9999 HK	넷이즈	532	14.2	커뮤니케이션 서비스	인터랙티브 홈 엔터테	NTES	U	U	1.4
25	9618 HK	JD닷컴	523	18.2	자유소비재	대규모 소매업	JD	U	U	1.4

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주1: 3월 말 기준. 시가총액 상위 순 / 주2: 미 정부 규제 기업은 음영으로 표시

미국과의 지정학적 리스크에 민감도가 높은 H주 종목 리스트(2)

G2 전략: TrumPricing

미 증시에 상장했거나 혹은 미 정부 규제 적용되는 H 대형주

No	H주 티커	종목명	Market Cap (HKD bn)	YTD (%)	섹터명	산업명	ADR 티커	미 국방부 규제 적용 여부	미 금융규제 적용 여부	HSCI 시총 비중(%)
26	2899 HK	쑤진 광업 집단	495	25.0	소재	금	ZIJMY	U	U	1.3
27	981 HK	SMIC	454	45.0	정보기술	반도체	-	Y	Y	1.2
28	388 HK	HKEX	447	17.0	금융	금융거래소 & 데이터	HKXCY	U	U	1.2
29	998 HK	중신은행	405	13.4	금융	다양한 은행	CHCJY	U	U	1.1
30	6030 HK	CITIC증권	401	-5.2	금융	투자 은행 & 중개업	CIIHY	U	U	1.1
31	9633 HK	NONGFU SPRING -H	382	-0.6	필수소비재	청량음료 및 무알코올	NOGFY	U	U	1.0
32	2388 HK	BOC 홍콩 홀딩스	333	25.9	금융	다양한 은행	BHKLY	U	U	0.9
33	2328 HK	중국인민재산보험	329	17.3	금융	자산 & 사고 보험	PPCCY	U	U	0.9
34	9961 HK	트립닷컴 그룹	316	-8.5	자유소비재	호텔, 리조트 & 크루즈	TCOM	U	U	0.9
35	2601 HK	중국 타이핑양 보험(집)	309	-3.0	금융	종합 보험	-	U	U	0.8
36	1339 HK	중국인민보험그룹	303	3.9	금융	자산 & 사고 보험	PINXY	U	U	0.8
37	2611 HK	귀타이췌안증권	302	1.1	금융	투자 은행 & 중개업	GJJSY	U	U	0.8
38	267 HK	CITIC	279	4.2	산업재	복합 기업	CTPCY	U	U	0.8
39	762 HK	CHINA UNICOM	275	17.6	커뮤니케이션 서비스	통합 정보통신 서비스	-	Y	Y	0.7
40	2888 HK	STANDARD CHARTER	274	19.6	금융	다양한 은행	SCBFY	U	U	0.7
41	6690 HK	HAIER SMART H-H	256	-9.1	자유소비재	가정용 기기	HSBCY	U	U	0.7
42	9888 HK	바이두	252	8.8	커뮤니케이션 서비스	인터랙티브 미디어 &	BIDU	U	U	0.7
43	1024 HK	KUAISHOU-W	247	31.4	커뮤니케이션 서비스	인터랙티브 미디어 &	KSHTY	U	U	0.7
44	6160 HK	베이진	244	52.2	건강관리	생명공학	ONC	U	U	0.7
45	2020 HK	안타 체육용품	243	9.7	자유소비재	의류, 액세서리 & 사치	ANPDY	U	U	0.7
46	1919 HK	코스코 쉬핑 홀딩스	240	-4.4	산업재	해상 운송	CICOY	U	U	0.6
47	6818 HK	중국광다은행	231	5.0	금융	다양한 은행	-	U	U	0.6
48	9992 HK	POP MART INTERNA	222	74.6	자유소비재	기타 전문품 소매	PMRTY	U	U	0.6
49	2378 HK	PRUDENTIAL PLC	218	36.0	금융	생명 & 건강 보험	PUK	U	U	0.6
50	16 HK	쑤홍카이 자산	214	-1.0	부동산	다각화된 부동산 활동	SUHJY	U	U	0.6

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

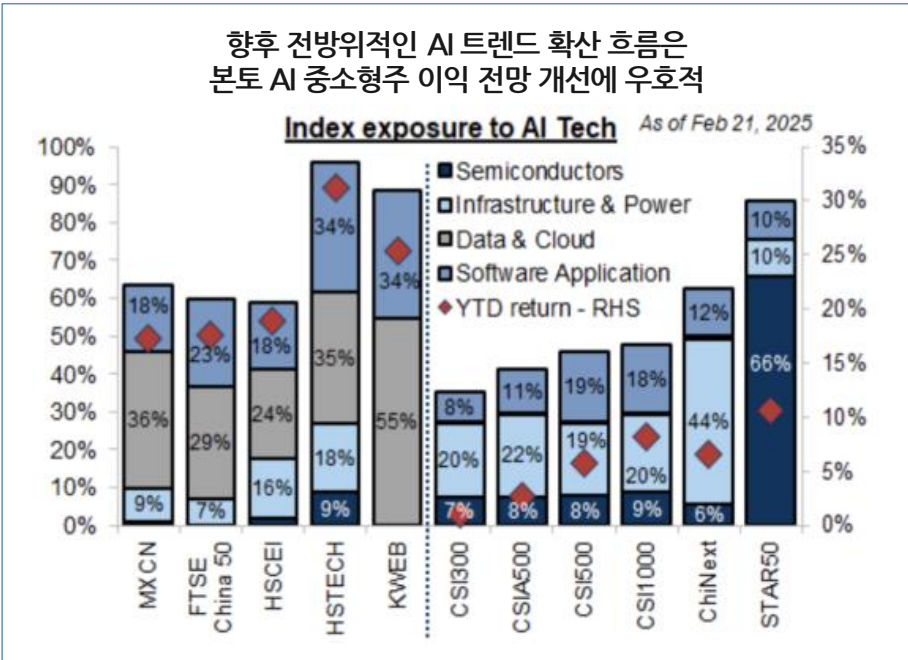
주1: 3월 말 기준. 시가총액 상위 순 / 주2: 미 정부 규제 기업은 음영으로 표시

미국에서 이미 경험한 AI 트렌드의 확산

- 중국 AI 트렌드 ‘확산’ 방향성 : 홍콩 대형주(소프트웨어) → 본토 중소형주(하드웨어/인프라)
 - 산업 트렌드 관점에서도 주도 시장의 로테이션은 당연한 과정
 - 향후 중국 AI 트렌드 전개는 앞선 미국의 사례와 마찬가지로 밸류체인 전방위적으로 ‘확산’ 될 공산이 큼
 - 현재 주가와 펀더멘탈 측면에서 소프트웨어 중심의 홍콩 빅테크 우위 구조가 점진적으로 하드웨어/인프라 중심의 본토 AI 관련 중소형주로 전환된다는 의미



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



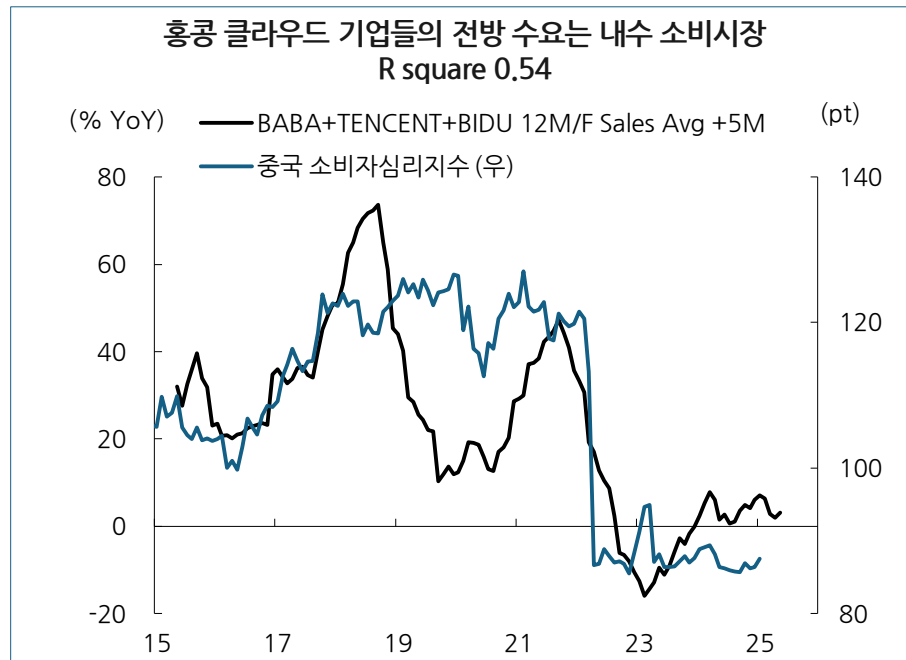
자료: GM Sachs, DS투자증권 리서치센터

펀더멘탈 상승 여력도 홍콩 빅테크보다 본토 AI 중소형주가 우세

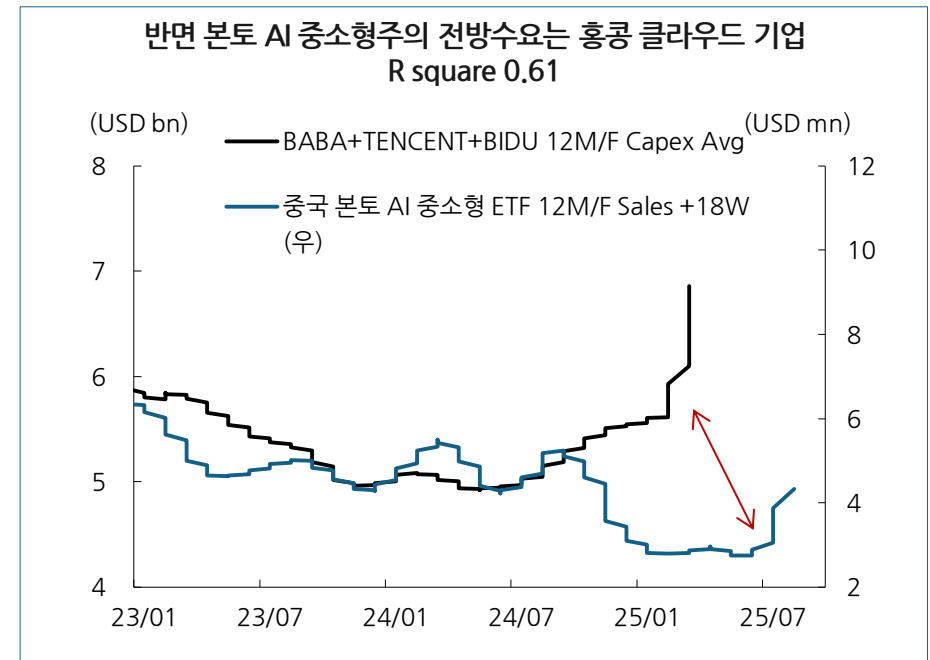
G2 전략: TrumPricing

■ 홍콩 빅테크의 Capex 서프라이즈를 뒤늦게 반영하기 시작한 본토 AI 중소형주

- 알리바바 등 클라우드 빅테크 기업들의 전방 수요는 내수 소비시장
- 내수 회복 속도가 완만한 상태에서 갑작스런 Capex 확대는 향후 빅테크 펀더멘탈 제약할 가능성
- 반면 하드웨어/인프라 등 AI 관련 중소형기업들의 전방 수요는 클라우드 기업
- 중소형주는 현지 정부 지원과 견고한 전방 수요로 인해 펀더멘탈 양호할 것
- 일반적으로 중소형주 매출 전망은 빅테크 기업들의 투자 전망을 4~5개월 정도 선행
- 그러나 올해 딥시크 등장 이후 빅테크들이 Capex 서프라이즈를 발표하며 관련 중소형주들의 매출 전망이 뒤늦게 반영되기 시작
- 빅테크보다 중소형주의 펀더멘탈 업사이드가 높아 보임



자료: Bloomberg, Factset, DS투자증권 리서치센터
주: 월간 데이터 기준



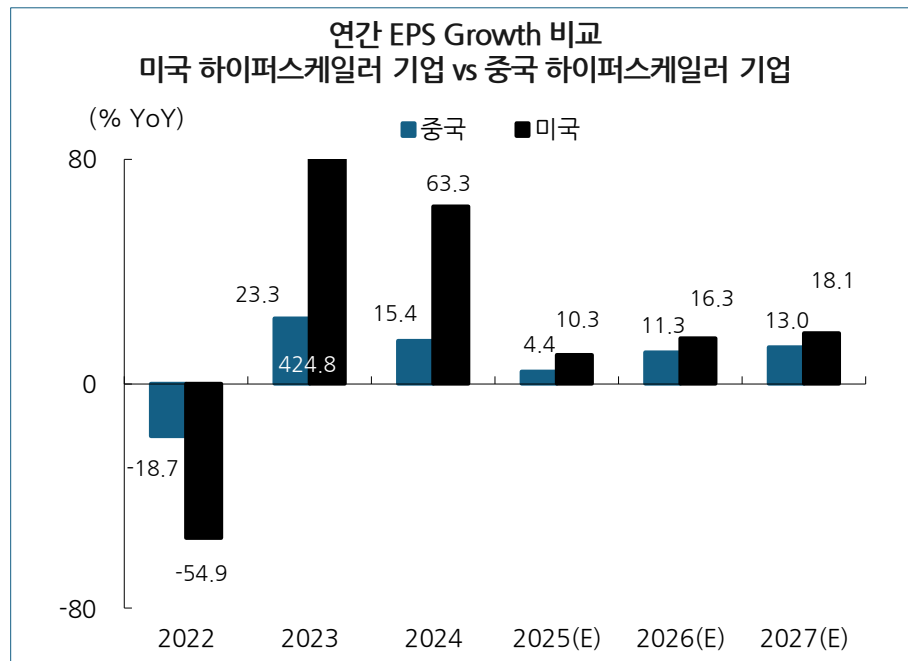
자료: Factset, DS투자증권 리서치센터
주: 주간 데이터, 3M Rolling Avg 기준

홍콩 AI 빅테크가 향후 직면 할 과제, 성장성과 마진에 대한 불안

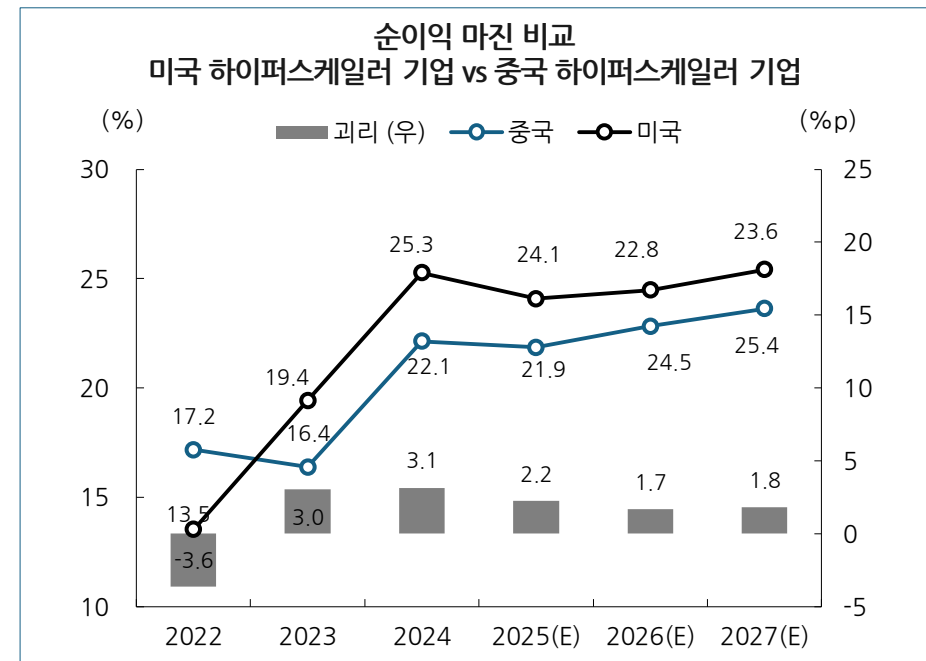
G2 전략: TrumPricing

■ AI 트렌드에서도 중요한 건 내수 회복

- 미국과 중국 피어그룹 모두 AI 트렌드에 힘입어 견고한 성장세를 이어갈 것으로 전망됨
- 올해 중국 하이퍼스케일러 기업들의 강세는 미국 피어그룹의 Growth 급감에 따른 프리미엄이 주 요인
- 현재 컨센서스에 따르면 미국과 중국 하이퍼스케일러 기업들의 평균 EPS Growth 성장 차는 24년 47%p → 25년 5.9%p → 26년 5.0%p 빠르게 좁혀질 전망됨
- 순이익 마진 격차도 축소될 전망
- 그러나 **양국 간 성장 성질이 다르다는 점을 인지할 필요**. 미국 피어 기업들은 외형(건고)/내형(상승) 균형 성장을 이어갈 전망
- 반면 AI 트렌드 붐의 핵심인 알리바바의 이익 성장은 외형(=소비) 성장에 기인될 것으로 전망됨. 대규모 Capex 투자로 인해 내형 성장은 둔화되는 모습
- 중국 내수 부진 지속될 경우 AI 기업들의 마진과 성장성 둔화로 이어질 가능성 주의. **결국 중국 AI 트렌드 지속 여부는 내수(부동산, 소비) 회복에 달려있다는 의미**
- 중국 내수 회복 모멘텀이 악화될 때 미국 AI 붐이 재개될 것으로 전망. 당사는 이에 대한 시점을 올해 하반기로 전망. 하반기 미 증시 랠리 재개를 전망하는 요인 중 하나



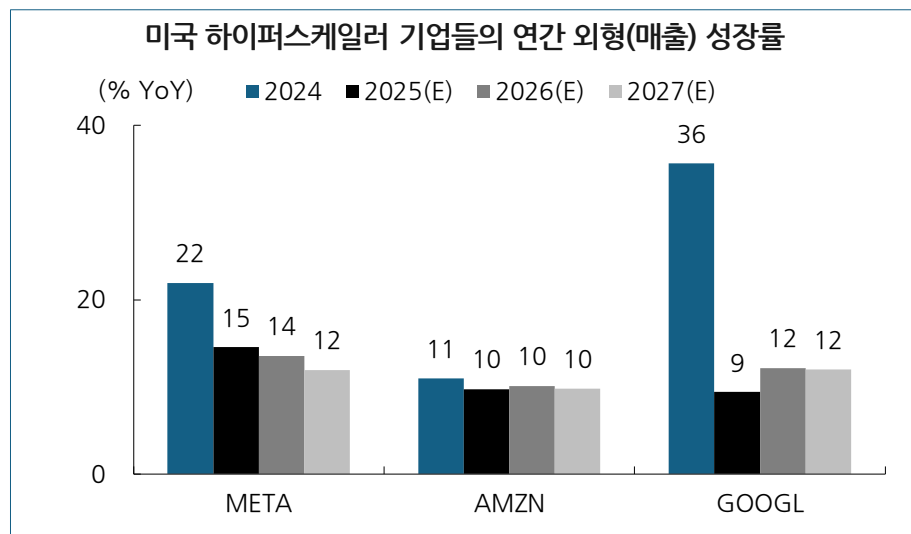
자료: Factset, DS투자증권 리서치센터
주1: CY 기준 / 주2: 미국 하이퍼스케일러 기업(META+AMZN+ALPHABET), 중국 하이퍼스케일러 기업(BABA+TENCENT+PIDU)



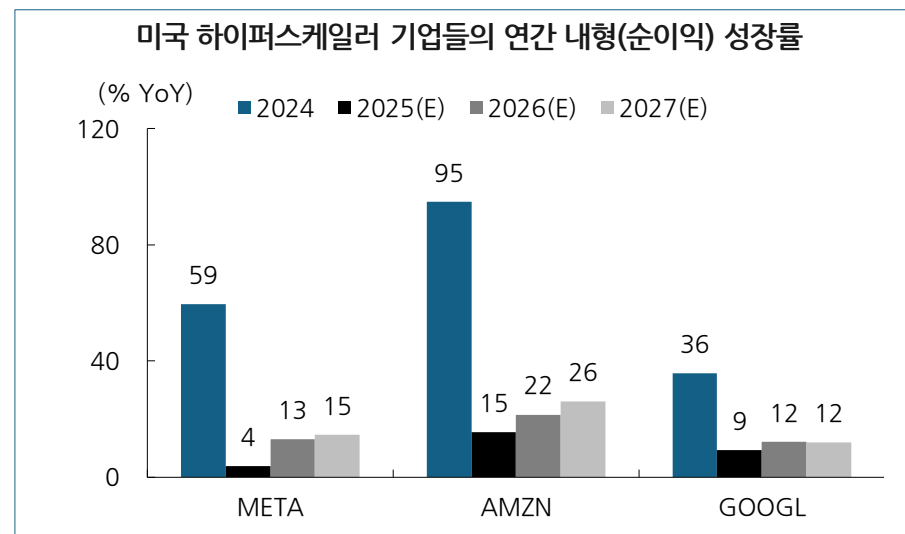
자료: Factset, DS투자증권 리서치센터
주1: CY 기준 / 주2: 미국 하이퍼스케일러 기업(META+AMZN+ALPHABET), 중국 하이퍼스케일러 기업(BABA+TENCENT+PIDU)

미국-중국 하이퍼스케일러 기업들의 성장 성질 비교

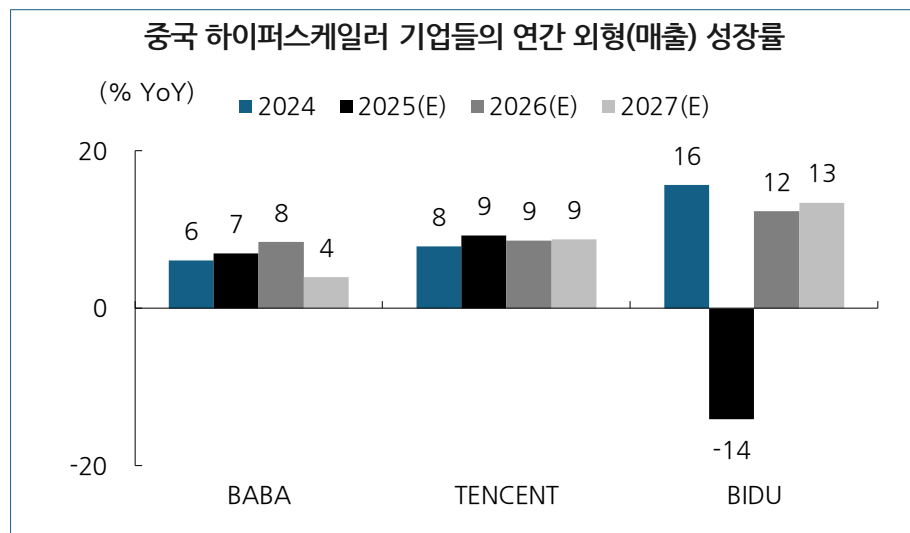
G2 전략: TrumPricing



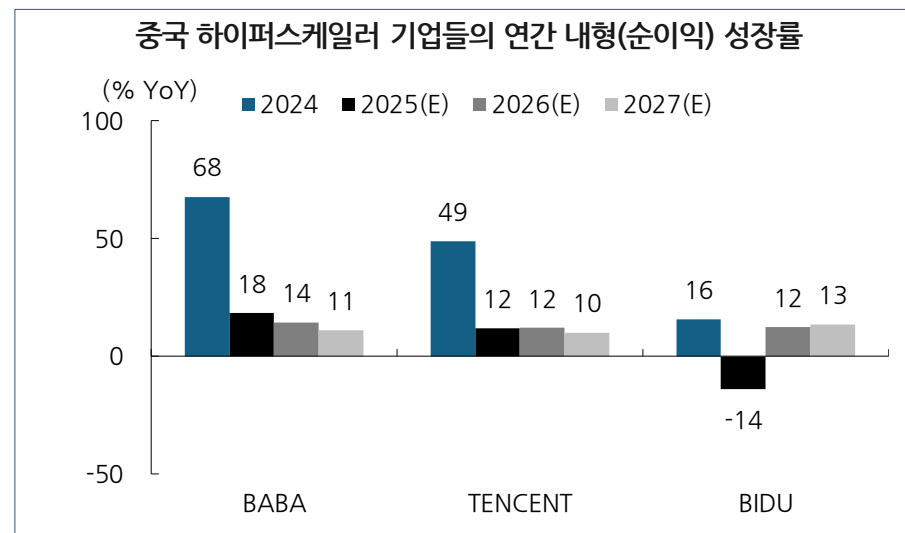
자료: Factset, DS투자증권 리서치센터
주: CY 기준



자료: Factset, DS투자증권 리서치센터
주: CY 기준



자료: Factset, DS투자증권 리서치센터
주: CY 기준



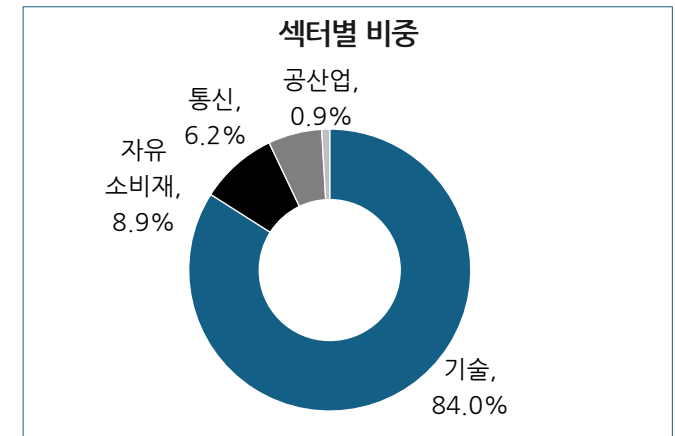
자료: Factset, DS투자증권 리서치센터
주: CY 기준

중국 추천 ETF 1: 본토 AI 중소형주 - E Fund CSI AI ETF (159819 CH)

G2 전략: TrumPricing

■ AI&로보틱스 관련 본토 AI 중소형주 집중 투자

- 향후 지정학적 리스크 심화 가능성과 AI 산업 트렌드 변화를 고려 시 본토 AI 중소형주 비중확대 권고
- 미-중 갈등 악화될 경우 대외 리스크에 취약한 홍콩 증시에 직격타 불가피
- 또한 완만한 내수 회복 속도는 향후 홍콩 하이퍼스케일러 기업들의 성장 불안을 야기할 가능성
- 그럼에도 중소형주의 전방수요를 책임지는 빅데이터 기업들의 Capex 확대로 이익 개선세 지속될 전망
- 양호한 펀더멘탈과 가격 메리트 부각되며 업사이드 여력 높을 것으로 기대

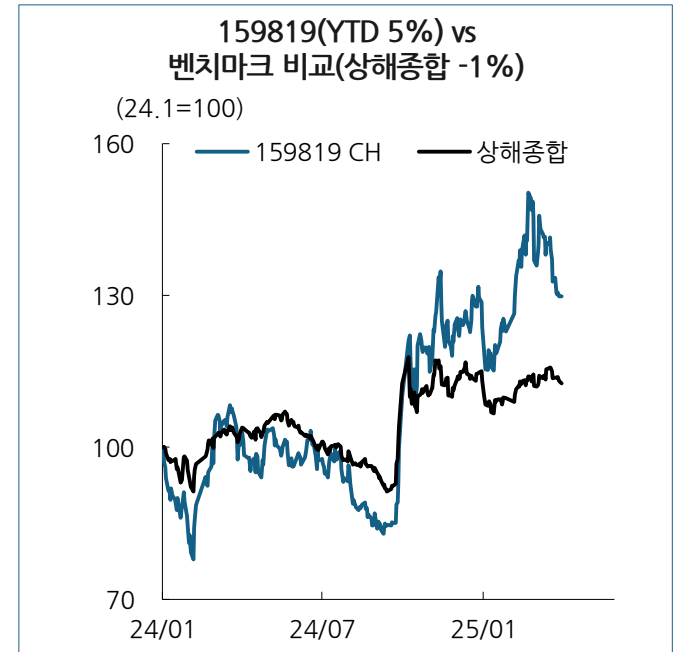


자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

비중 상위 종목 데이터

티커	종목명	Market Cap	MTD%	YTD%	12M/F EPS 3M %	12M/F PER(X)	FY1 EPS Growth (% YoY)	FY2 EPS Growth (% YoY)	비중(%)	섹터명
300308 CH	중지쉬황	109.0	-2.2	-20.1	-7.2	15.5	143.3	61.2	9.1	통신 장비
002230 CH	아이플라이텍	110.0	-8.2	-1.6	4.4	83.0	-17.5	74.9	8.5	애플리케이션 소프트웨어
603501 CH	상하이 웨이얼 반도체	161.4	-6.4	27.1	-3.0	38.2	480.0	39.4	6.2	반도체
002230 CH	아이플라이텍	110.0	-8.2	-1.6	4.4	83.0	-17.5	74.9	5.9	애플리케이션 소프트웨어
300502 CH	청두신역성통신 기술	69.5	2.2	-15.1	10.3	18.6	257.4	73.5	5.5	전자 부품
603019 CH	수광 신식산업	97.1	-7.5	-8.2	-1.3		34.1	21.4	4.5	기술 하드웨어, 스토리
688111 CH	베이징 진산 판공연 건	138.4	-13.6	4.4	7.6	65.2	18.1	23.4	3.9	애플리케이션 소프트웨어
688008 CH	란치 과기	89.6	0.7	15.3	4.1	43.5	201.5	53.0	3.9	반도체
000938 CH	쑤광	78.4	-7.2	-1.5	-1.0		11.2	27.8	3.8	기술 판매업체
688256 CH	중커한우지 과기	260.1	-15.3	-5.3	0.0	659.3	48.7	136.4	3.1	반도체

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터
주: 3월 말, RMB 기준

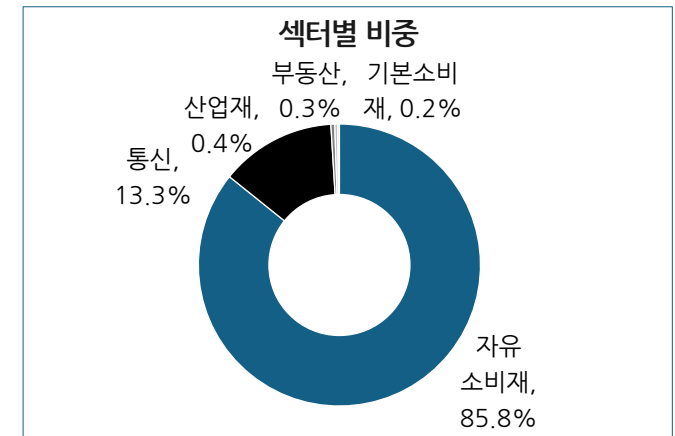


자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

중국 추천 ETF 2: 홍콩 소비/성장주 - 글로벌 X MSCI 차이나 임의소비재(CHIQ US)

■ 소비/성장주 관련된 H주와 중국 ADR에 집중 투자

- 미국과 중국 간 화해무드가 나타날 시 중국 소비/성장주에 대한 재진입 추천
- 지정학적 리스크를 제외 시 펀더멘탈 측면에서는 여전히 A주 대비 투자 매력도가 높음
- 5월 노동절 장기연휴 앞두고(5/1~5) 정책 수혜 모멘텀 재부각될 가능성
- 올해 중국 정부의 최우선 정책은 내수 활성화
- 연휴 앞두고 이구환신 등 추가 내수진작책 발표를 기대해볼 수 있음



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

비중 상위 종목 데이터

티커	종목명	Market Cap(bn)	MTD (%)	YTD (%)	12M/F EPS 3M (%)	12M/F PER(X)	FY1 EPS Growth (% YoY)	FY2 EPS Growth (% YoY)	비중 (%)	섹터명
1211 HK	BYD	1,149.5	5.7	47.3	17.4	19.7	30.1	21.3	9.2	자동차 제조업체
9988 HK	알리바바	2,344.4	0.4	55.3	3.2	13.2		14.1	8.8	대규모 소매업
PDD US	PDD	1,286.4	6.0	24.2	-3.1	10.0	8.0	19.7	8.3	대규모 소매업
3690 HK	MEITUAN	962.9	-3.8	2.7	-8.1	17.5	14.6	22.8	8.1	레스토랑
9618 HK	JD닷컴	497.7	0.1	18.2	1.1	8.8		10.8	7.3	대규모 소매업
9961 HK	트립닷컴	314.1	13.2	-8.5	-9.2	18.4	-1.0	12.6	4.0	호텔, 리조트 & 크루즈
YUMC US	엠 차이나	155.4	5.0	7.7	-0.1	20.3	10.6	13.4	3.5	레스토랑
9992 HK	POP MART	218.1	50.2	74.6	28.8	43.2	46.7	36.7	3.1	기타 전문품 소매
2015 HK	LI AUTO	209.1	-15.7	5.4	-25.6	19.9		45.8	2.8	자동차 제조업체
688256 CH	중커한우지과기	283.7	-15.3	-5.3	0.0	659.3	48.7	136.4	2.8	반도체

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터
주: 3월 말, HKD 기준

CHIQ(YTD 18%) vs 벤치마크 비교(HSCI 15%)



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: DS투자증권 리서치센터)
 - 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 - 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.
-