

## 투자포커스

### 중국의 안정에서 시작되는 반등

Strategist 오승훈 769-3803 oshoon99@daishin.com

#### 시장안정에 나선 인민은행

지난 이틀간 한국증시의 변동폭을 확대시킨 주범은 중국이었다. 안정된 모습을 보이다가 중국증시의 낙폭이 확대되면 코스피의 낙폭이 커지는 현상이 반복되고 있기 때문이다.

중국 증시 급락은 중국 은행간 자금시장의 금리 급등에 의해 초래되었다. 은행간시장에서 거래되는 7일물 Repo금리는 6월20일 11%를 기록한 이후 월요일 7.3%까지 떨어졌으나 25일 다시 7.6%를 기록해 자금경색에 대한 불안이 진정되지 않고 있다.

은행간 자금시장의 금리급등에 적극적으로 대응해 왔던 과거와 달리 인민은행은 적극적인 개입 보다는 상업은행의 자발적 유동성 관리를 강조하면서 금리급등에 적극적으로 대처하지 않고 있다. 금리급등을 보는 시각도 구조적 문제보다는 계절적 요인(사업소득세의 과세 집중, 환율 변동과 단오절 연휴에 따른 현금 수요 급증)이 크다고 인식하고 있다.

중국 단기자금시장의 유동성 경색 문제를 봄에 있어 구조적 문제와 단기 변동요인으로 분리해서 봐야 한다. 지금은 투자심리가 위축되어 있다보니 구조적 요인(실물과 유동성의 괴리)과 단기 요인(은행간시장 자금경색)이 혼재되어 있다.

단기요인은 6월말이 지나면서 점차 안정될 것으로 전망한다. 25일 저녁 인민은행은 성명을 통해 공개시장조작과 단기유동성조작 등의 조치를 통해 시장의 비정상적인 변동을 막겠다고 이전보다 적극적인 입장을 표명했기 때문이다.

현재 중국의 구조적 문제는 통화팽창이 실물경기로 전달되는 통로가 왜곡되어 있다는데 있다. 여기에는 지방정부 채무, 그림자금융 문제가 걸려있다. 단기요인이 진정되더라도 구조적 문제를 해결하고자 하는 중국정부와 인민은행의 의지는 확고하다. 중국의 선택한 방향성은 옳지만 이 과정에서 의도하지 않게 금융의 실물지원 기능은 더 약화될 위험이 있다.

다만 좀더 중기적 관점에서 본다면 신탁대출, 그림자금융을 규제하는 대신 실물에 대한 유동성 지원이 더 확장될 가능성은 높다. 2009년 하반기 신용규제 국면에서도 실물경기와 관련이 높은 중장기 은행대출을 더 늘리면서 경기회복을 지원한 바 있다. 이번에도 인프라등 투자와 관련된 중장기 대출 증가를 대안으로 선택할 가능성이 높다.

## 중국이 의도하는 바 => 유동성의 효율적 배분

'중국의 자금사정은 좋다. 문제는 돈이 있어야 할 곳에 없다는 게 문제이다'

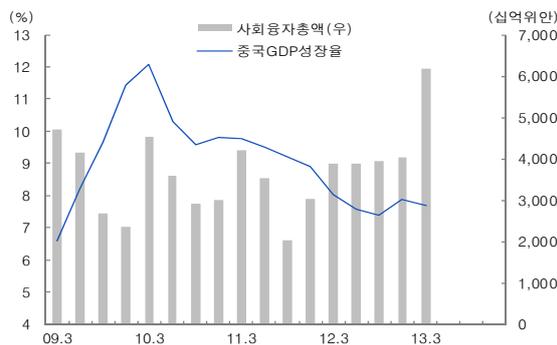
중국 정부와 인민은행의 문제의식은 풀린 유동성이 실물경제를 지원하지 못하고 있다는 데서 출발한다. [그림1]에서 보듯이 중국의 사회용자총액은 1분기 분기단위 규모로는 사상최대로 급증했다. 시중에 풀린 유동성은 충분하다. 그러나 중국의 경제성장률은 2012년 3분기 저점을 찍은 이후 L자형의 패턴을 보이고 있으며, 최근 지표들은 경기의 재하강을 시사하고 있다.

풀린 유동성은 실물경기로 흘러가지 않고 부채의 리파이낸싱이나 부동산 투기로 유입되고 있다. [그림2]에서 보듯이 지난해 하반기 이후 늘어난 유동성 확장을 이끌고 있는 것은 신탁대출이다. 신탁대출은 일반적인 은행 대출금리보다 금리가 높고 자금의 운용 면에서도 자유롭다.

6월 19일 리커창 총리 주재로 열린 국무원 상무회의는 은행의 유동성이 실물경제 주체인 기업으로 공급되지 않고 부동산 개발과 그림자 금융에 투자되고 있다고 지적하며 금융시스템이 경제를 더 잘 지원해야 한다고 언급했다. 이러한 상황에서 자금을 더 공급하는 것은 왜곡된 구조를 더 심화시켜 구조개혁을 어렵게 할 것이라는 인식을 명확히 하고 있다.

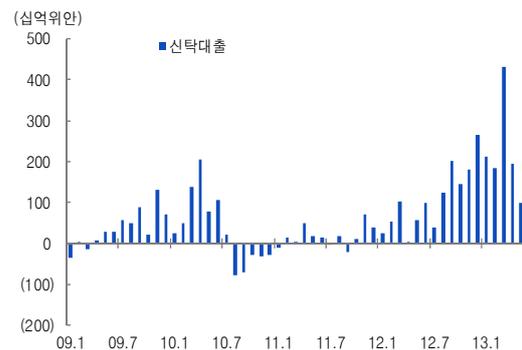
유동성과 실물경기간의 괴리를 좁히겠다는 정부와 인민은행의 의지는 확고해 보인다. 자금조달을 은행간 자금시장에 의존해 왔던 민간 상업은행은 당장 자금 운용의 미스매칭이 나타날 수 있다. 주식시장은 이러한 단기적인 불확실성을 우려하고 있다. 또한 방향은 맞지만 경기가 둔화되고 있는 상황에서 신용창출 기능의 약화는 경제성장에 부담이 아닐 수 없다. 실물경제에 관련된 대출은 적극적으로 보장, 확대하는 가운데 문제가 된 신탁대출의 축소와 중소형 지방은행의 위험관리에 초점을 둔 유동성 정책은 지속될 가능성이 높다[그림3,4].

그림 1. 유동성과 실물의 괴리: 유동성 공급에도 경기부진



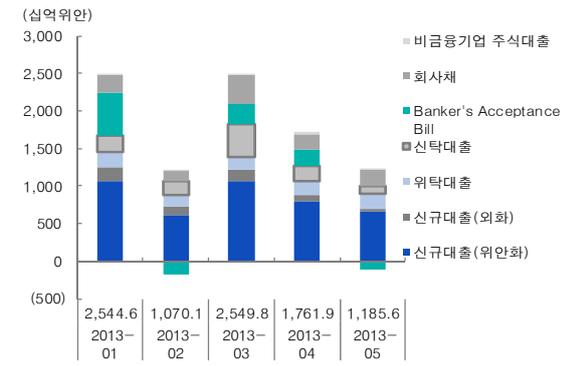
자료: CEC, 대신증권 리서치센터

그림 2. 유동성 확장을 이끈 것 => 신탁대출 상품



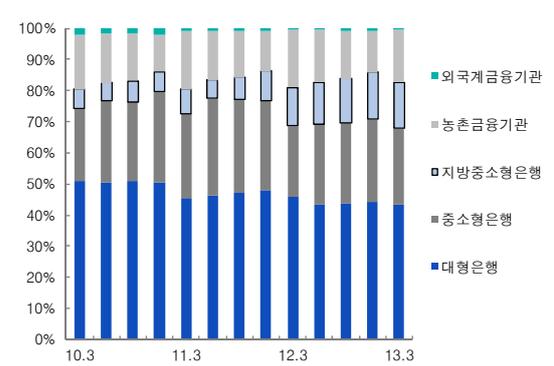
자료: CEC, 대신증권 리서치센터

그림 3. 신탁대출 축소에 초점을 두고 있어(사회용자총액구성)



자료: CIBC, 대신증권 리서치센터

그림 4. 신규대출 비중: 지방 중소형은행 위험관리에 초점



자료: CIBC, 대신증권 리서치센터

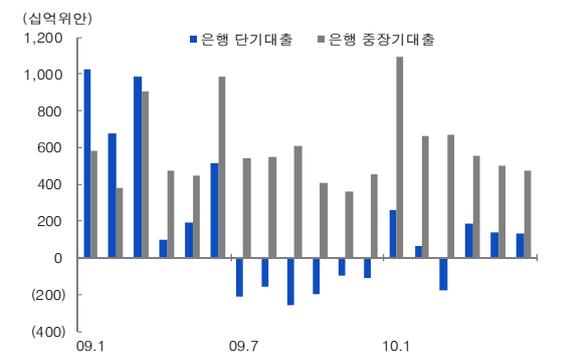
### 2009년 8월과의 비교 : 중장기 대출 확대로 실물경기 지원

중국증시는 2009년 8월래 최대 하락폭을 기록하고 있다. 급락의 이유도 비슷하다. 2009년 8월의 급락도 지금처럼 중국 은행감독위원회의 적극적인 신용규제 때문이었다. 당시 은감회는 대출 축소와 은행 자본확충 등 자본건전성 규제를 강화한 바 있다. 다만 다른 점이 있다면 2009년 하반기는 경기가 바닥을 찍고 확장 국면으로 진입하는 시기였다면 지금은 경기가 바닥 이후 재하강할 조짐을 보이고 있다는 차이가 있다. 또한 2009년 8월 규제의 핵심은 급증한 단기대출을 원활하게 회수하는데 두었다면 지금은 그림자 금융, 신탁대출 등 과도하게 늘어난 은행계정의 대출에 대한 규제에 초점을 두고 있다.

[그림5]에서 보는바와 같이 2009년 7월 이후 단기대출이 급감했다. 유동성 축소의 충격을 막기 위한 대책은 실물경기와 관련된 중장기 대출을 적극적으로 확대하는 것이었다. 단기대출의 급감에도 불구하고 실물경기와 관련이 높은 중장기 대출이 증가하면서 경기회복을 지원했다.

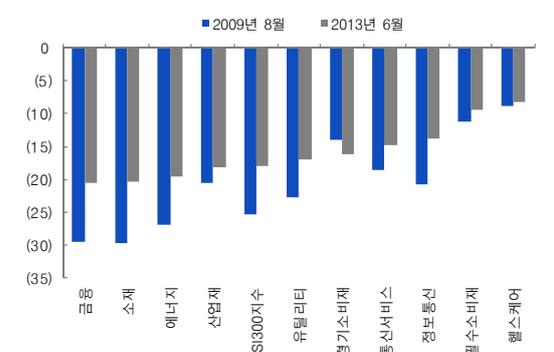
이번에도 그림자 금융, 신탁대출을 억제하는 대신 중장기 대출을 늘리면서 실물 경기를 지원하는 정책을 채택할 가능성이 높다[그림8].

그림 5. 2009.8 월 정책: 단기대출 회수, 중장기 대출 보장



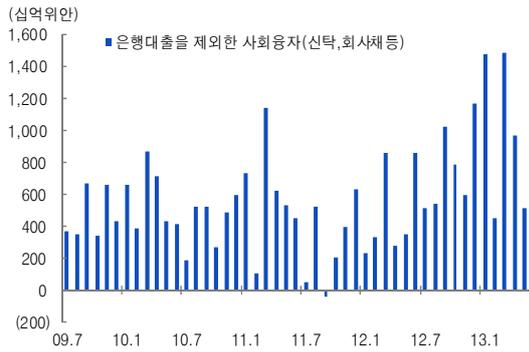
자료: CIBC, 대신증권 리서치센터

그림 6. 유동성 축소 우려로 금융주의 하락폭 커



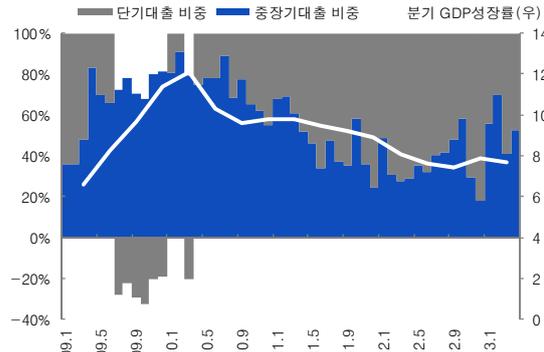
자료: CIBC, 대신증권 리서치센터

그림 7. 은행 대출 규제는 또 다른 거품을 만들어



자료: CIBC, 대신증권 리서치센터

그림 8. 중장기 대출증가는 성장률 개선으로 이어져



자료: CIBC, 대신증권 리서치센터

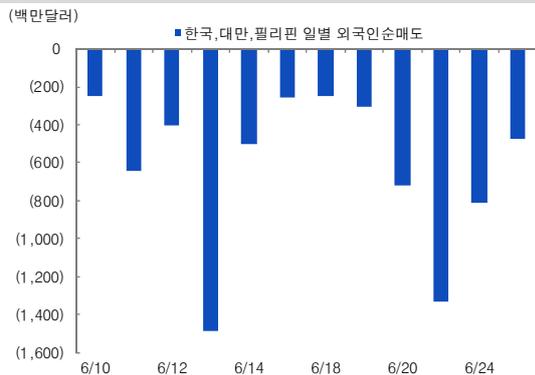
### 반등 영역 진입 – 중국의 안정, 트리플 약세 진정

코스피 하락변동성을 키웠던 중국의 자금시장 경색은 더 악화되지 않을 것으로 판단한다. 중국의 안정은 코스피 반등의 계기로 작용할 수 있다.

중국발 변동성에 코스피의 하락이 가속되었지만 한국을 비롯한 신흥국의 트리플 약세도 차츰 완화되고 있다. 아시아 주식시장에서 외국인의 이탈이 지속되고 있지만 매도 강도는 약화되고 있다[그림9]. 또한 원달러 환율과 아시아통화가지도 급락을 벗어나 반등을 시도하고 있다[그림10].

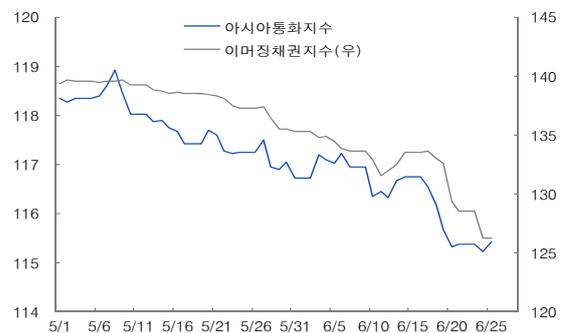
과거 반등 시기와 마찬가지로 반등을 선도하는 업종은 베타가 높은 대형주가 될 것이다. IT, 산업재, 소재, 금융이 반등의 선두에 설 가능성이 높다.

그림 9. 아시아 지역 외국인 일별 매도 강도 약화



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 10. 아시아 통화지수 반등 시도



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터