



상해지수 급락에 대한 해석

What's new

- 금융당국의 제재 여파로 중국 증시가 급락(-7.7%)했습니다. 2008년 6월 이후 최대 하락폭에 해당합니다.
- 제재 원인은 중국 투자자의 급격한 신용거래 증가에 있습니다.
- 중국 증시와 높은 상관관계를 보여온 국내 증시에 부정적 여파를 미칠 가능성 또한 제기되고 있습니다.

Our view

- 제재의 근본적 취지는 중국 주식시장의 안정 성장을 도모 하는데 있습니다. 금융주의 단기적 조정은 불가피해 보이지만, 중장기적 투자 매력은 여전합니다.
- 국내 증시 여파는 제한적일 것으로 판단됩니다. 국내 증시가 중국의 영향을 받는 이유는 경제 연관성이 높기 때문입니다. 일부 중국 증권사에 대한 신용거래 업무 제재가 우리 경제에 미치는 영향은 크지 않습니다.

상해 지수, 2008년 이후 최대폭 하락

- 중국 증권감독관리위원회는 3대 증권사의 신용거래 업무를 3개월간 정지시키는 제재안 발표
- 시장 과열을 억제하기 위한 조치로 인식되면서 지수 하락을 야기

신용거래 제재 여파는 단기에 그칠 전망

- 중국 증시 급등을 주도한 것은 중국 개인투자자. 거래량 및 신규계좌 개설 추이에서 확인 가능
- 문제는 신용거래 규모가 작년 6월말 2,656억 위안에서 7,717억 위안(+190.5%)으로 급증한 것
- 이 때문에 상해지수의 밸류에이션 지표가 여전히 부담스럽지 않은 수준임에도 불구하고 증시 과열 논란이 제기
- 과도한 레버리지 공급의 중심에 있었던 금융주의 단기 조정은 불가피, 중장기적 투자 관점은 유지

국내 증시 영향은 제한적 판단

- 중국 증시와 KOSPI 지수가 동조화를 보였던 원인은 중국의 경제 상황이 우리나라 수출 및 기업 이익에 영향을 미치기 때문
- 그러나 이번에 발표 된 중국 정부의 신용대출 제재는 우리나라 경제와는 거리가 있는 요인
- 최근 중국 정부의 선별적 부양책 효과는 부동산 거래대금 하락세 둔화로 나타나고 있는 상황
- 추가 통화정책이 가세할 경우 오히려 중국 실물경기의 완전한 개선과 국내 증시의 편승을 기대해 볼 수 있는 시점

상해 지수, 2008년 이후 최대폭 하락

지난 16일(금) 중국 증권감독관리위원회는 중국 3대 증권사(중신증권, 하이통증권, 국태君安증권)의 신용거래 업무를 3개월간 정지시키는 제재안을 발표했다. 신용거래 규정을 위반(만기 신용자금 상환일 연장, 부적합 고객에 신용거래 계좌 개설 등)했다는 것이 이유였다.

제재 자체는 3개 증권사에 가해졌으나(함께 적발 된 9개 증권사에는 경고 조치), 예상 외 강력한 정부의 움직임이 지난 7월 이후 급등세를 보였던 상해종합지수의 과열을 억제하기 위한 조치의 일환으로 인식되면서 지수 하락을 야기했다.

월요일(19일) 중국 상해종합지수는 -7.71% 하락한 3116.35pt 로 마감했다. 이는 물가 상승 방어를 위해 인민은행이 역대 최고 수준(17.5%)으로 기준율을 인상했던 당시(2008년 6월 10일, -7.73%) 하락폭과 유사한 수준이다.

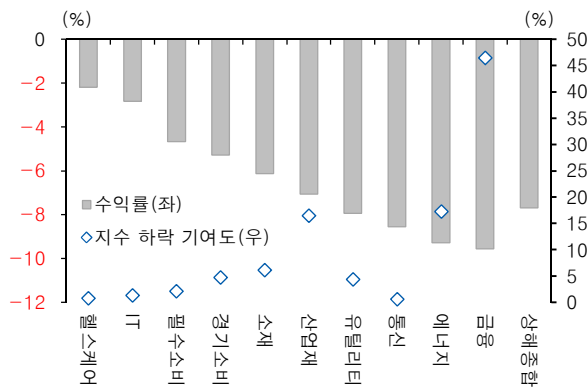
세부적으로 금융과 에너지 섹터가 각각 -9.6%, -9.3% 하락해 가장 부진한 성적을 보였고, 지수 하락 기여 비중도 각각 46.4%, 17.2%로 가장 높았다. 헬스케어와 IT 섹터는 각각 -2.2%, -2.8% 하락해 비교적 충격에서 자유로운 모습을 보였다.

신용거래 제재 여파는 단기에 그칠 전망

- 중국 중시 급등을 주도한 것은 중국 투자자

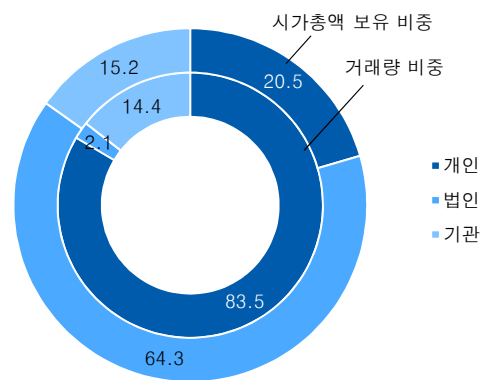
지난 7월 이후 상해지수의 급등을 이끌어낸 주체는 외국인 투자자가 아닌 중국 투자자 (상해거래소 전체 거래량의 83.5%, 시가총액 보유 비중 20.5%)였다.

[그림 1] 19일 상해종합지수 업종별 수익률 및 지수 하락 기여도



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 투자주체별 지수 점유 비중



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

주식시장 투자전략

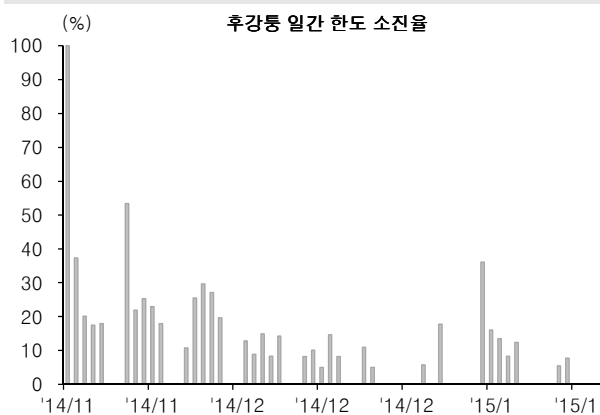
후강통 제도를 통해 중국으로 순유입 된 외국인 투자금액은 총 813.6억 위안(전체 quota 3,000억 위안 중 27.1%)으로, 현재 시가총액(25.68조 위안)의 약 0.32%에 불과하다. 따라서 외국인 투자자를 증시 주도 주체로 보기는 어렵다.

반면 작년 6월 96.7억 주에 불과했던 중국 상해지수의 거래량은 최근 339.9억 주(+251.6%)로 급증, 동기간 상해거래소에 개설 된 신규계좌수는 45만개에서 298만개(+563.6%)로 증가한 것을 참고하면, 상해지수 급등을 이끈 것이 중국 투자자임을 알 수 있다.

- 중국 투자자의 레버리지 사용 급증이 신용거래 제재를 야기

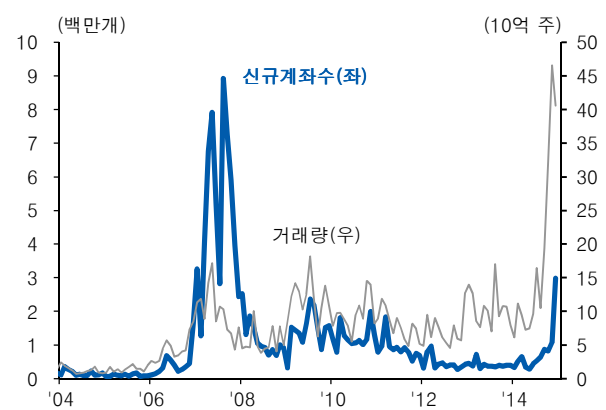
문제는 상해거래소에서 행해지는 신용거래 규모가 작년 6월말 2,656억 위안에서 7,717억 위안(+190.5%)으로 크게 증가했다는 점이다. 정기감사 결과가 예상보다 강력한 제재 조치로 연결 된 중요한 원인을 제공한 것으로 판단된다.

[그림 3] 후강통 일간 한도 소진율 현황



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 상해종합지수 거래량 및 상해거래소 신규계좌수



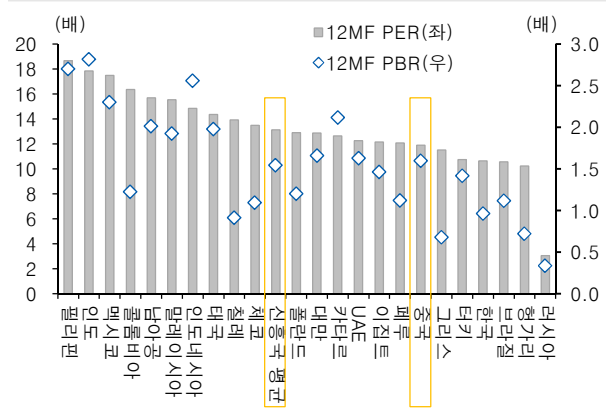
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 과도한 레버리지 사용이 제재를 야기



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 아직 밸류에이션 지표는 부담스럽지 않은 수준



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터. 주: 각 대표지수 기준

주식시장 투자전략

중국 정부의 후강통 제도 시행 의의는 ‘글로벌 투자자 유치를 통한 투자자 구조개선’ 및 ‘위안화 국제화’에 있다. 그러나 앞서 살펴본 것과 같이 작년 7월 이후 중국 증시는 이러한 취지와 상반된 양상을 보였고, 오히려 신용리스크를 확대하는 결과를 낳았다.

과도한 신용거래로 인해 상해지수의 밸류에이션 지표가 여전히 부담스럽지 않은 수준 (12MF PER 신흥국 평균 13.1배, 상해 11.9배. 12MF PBR 신흥국 평균 1.6배, 상해 1.6배)임에도 불구하고, 과도한 레버리지 사용에 따른 증시 과열 논란이 제기된 상황이다.

정책 측면에서도 중국 인민은행은 공공주택 및 기업 대출 확대를 위해 기준금리 인하 등의 유동성 공급 조치를 취했고, 최근 예대율 규제 완화를 앞두고 있는 상황이다. 그러나 지난 주 발표된 12월 신규은행대출은 감소한 반면, 그림자 금융을 포함한 사회용자총액은 크게 증가해, 정부 의도와 다른 방향으로 자금이 흐르고 있음을 시사했다.

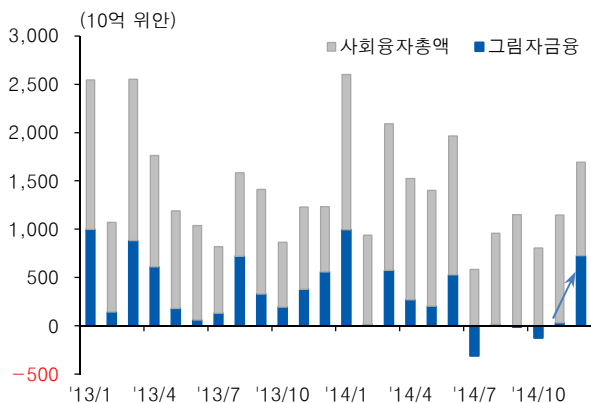
- 금융주 단기 조정은 불가피, 중장기적 투자 관점은 유지

과도한 레버리지 공급의 중심에 있었던 증권 및 금융 섹터의 조정은 단기적으로 지속될 가능성이 있는 것으로 판단된다. 그러나 이번 제제는 근본적으로 신용리스크 확대 방지를 통해 증시의 안정 성장을 도모하려는 중국 정부의 움직임으로 이해할 필요가 있다.

중장기적으로는 중국 금융 섹터에 대한 매수 관점을 유지 할 필요가 있으며, 투자 포인트는 다음과 같다.

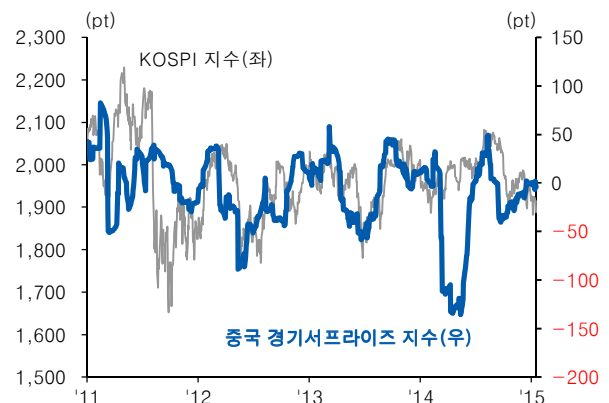
- 1) 은행: 기준금리 인하에 따른 부실채권 축소 효과. 채권 및 우선주 WMP 직접 투자에 따른 실적 개선 기대
- 2) 보험: 공무원 연금 제도 통합으로 약 3.5조 위안 규모 신규 시장 형성
- 3) 증권: 자본시장 개방 및 기준을 인하, 클라우드 펀딩 도입으로 인한 대형 증권사의 시장 지배력 강화

[그림 7] 12월 사회용자총액은 증가는 그림자금융 증가에 기인



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 韓-中 증시 동조화는 중국 경기 변동에서 비롯



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

국내 증시 영향은 제한적 판단

상해지수 급락 여파가 국내 증시에 부정적인 효과를 미칠 가능성은 크지 않은 것으로 판단된다. 중국 증시와 KOSPI 지수가 동조화를 보였던 원인은, 우리나라의 높은 대중 수출 비중(2014년 기준 25.4%)으로 인해 중국의 경제 상황이 우리나라 수출 및 기업 이익에 영향을 미치기 때문이다.

그러나 이번에 발표된 중국 정부의 신용대출 제재는 과도한 레버리지 활용에 따른 증시 과열을 완화시키기 위한 조치로, 우리나라 경제에 영향을 미치는 요인이 아니다. 따라서 국내 증시에 미치는 영향도 제한적일 것으로 판단된다.

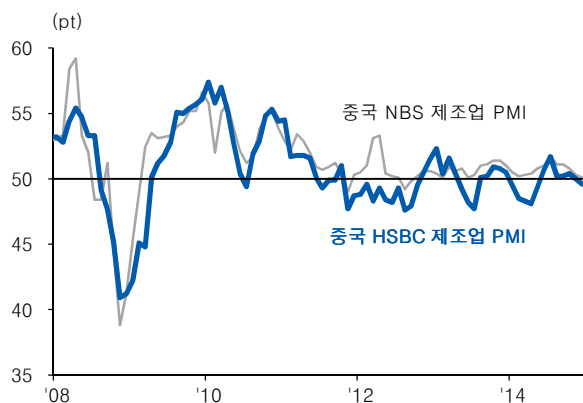
지난 7월 이후 상해지수 급등 과정에서 국내 증시가 동조화 흐름을 보이지 못했던 것도 중국 경제가 상당한 원인을 제공했다. 당시 중국의 경제지표는 상당 영역(제조업 PMI, 소매판매, 광공업생산 등)에서 악화되는 모습을 보였다.

20일(화) 발표 예정인 중국의 4분기 GDP 성장률은 +7.2%(y/y)를 기록할 전망이다. 연간으로는 +7.3% 성장이 전망되고 있는데, 이 경우 작년 양회에서 설정한 +7.5% 성장 목표에 미달하게 된다.

결과적으로 올해 3월 진행 예정인 양회에서 중국 정부는 달성에 실패한 주요 경제 목표치를 하향할 가능성이 높다. 또 성장률 하락과 상대적 긴축이 진행되는 만큼, 기준을 인하 및 기준금리 인하를 통해 경제 하방을 지지하는 스탠스를 취할 가능성이 크다.

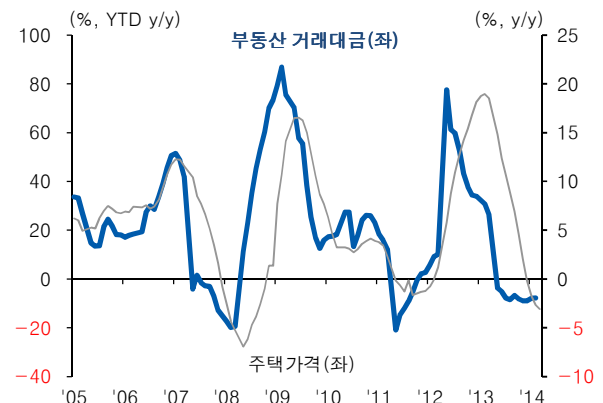
중국 정부의 선별적 부양책 효과는 최근 중국 부동산 가격에 선행하는 부동산 거래대금 하락세 둔화로 나타나고 있다. 추가적인 통화정책이 가미된다면 중국 실물경기의 완전한 개선과 국내 증시의 편승도 기대해 볼 수 있을 것으로 보인다.

[그림 9] 중국 증시 급등 당시 중국의 경제지표는 부진



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 변동 기조를 보이는 중국 부동산 지표



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

