

Quant / Strategist

변준호

02) 3787- 2459

ymaezono@hmcib.com

- 중국 정부는 주말 3일 만에 IPO 통제, 증시대출 자본금 확충, 증시안정기금 설립 등 2차 증시 부양책 발표
- 이번 중국의 2차 증시 부양책은 신속성, 적극성, 포괄성의 특징을 내포
- 지난 1일 거래세 인하 등 대책에 이어 3일 만에 정책 대응에 나서 뉴노멀 이후 소극적 정책 대응과 차별화
- IPO를 제한하고 증시 주변 자금에 좀 더 직접적으로 개입하며 자금 흐름에 좀 더 적극적인 움직임을 보임
- 정책 당국자들 외에 증권사들도 주식 매도 제한 및 자사주 매입 등 증시 부양에 동참
- 이번 2차 조치는 IPO 제한 등 자금 흐름을 좀 더 적극적으로 조절해 증시 안정에 기여할 것으로 예상
- 증시 안정이 미미할 경우 내수 위축 방지와 마진 콜 우려 때문에 바로 강력한 추가 부양이 뒤따를 전망
- 상해지수가 30% 하락하며 밸류에이션 부담 완화돼 버블 논란 완화 예상
- 중국 증시 폭락은 국가간 증시 민감도와 CDS 등을 통해 볼 때 국내 증시에 미치는 영향 크지 않을 전망
- 따라서, 중국 증시에 따른 보수적 포트폴리오 전략으로 전환 필요성은 낮다는 판단

중국 정부는 증시 폭락이 지속됨에 따라 7월 1일 신용 규제 완화와 거래세 인하에 이어 지난 주말 2차 증시 부양책을 발표했다. 추가 부양책의 주요 내용은 다음과 같다.

〈표1〉 중국 2차 증시 부양 주요 내용

구분	내용
IPO 통제	신규 IPO 수처(이달 10개로 제한) 및 자금조달 축소
증시대출 자본금확충	중국증권금융공사의 자본금을 240억 위안에서 1000억 위안으로 확대
주가 조작 단속 강화	불안감 확대 루머 유포 행위 단속 강화
안정기금 설립	중국증권협회가 21개 증권사 통해 1,200억 위안 시장 안정기금 설립
증권사 부양 동참	21개 증권사는 상해지수 4,500pt 이하에서 주식 매도를 자제하고 자사주 매입

자료: HMC투자증권

이번 중국 정부의 추가 증시 부양 조치는 신속성, 적극성, 포괄성의 특징을 가지고 있다.

중국 정책 당국자들은 증시 부양책이 발표된 지 3일 만에 추가 부양을 내 놓으며 이례적으로 증시 폭락에 대한 정책 대응 의지를 보였다. 중국 정부가 뉴노멀을 천명하고 구조 개혁에 집중하면서 인위적 부양 정책을 자제해 왔고 소극적 정책 대응을 보여왔다는 점에서 상당히 빠른 추가 대응으로 볼 수 있다.

신속한 추가 정책 대응은 좀 더 적극적으로 변모했다. 이전 유동성 공급 효과를 노린 소극적 정책에서 직접적인 자금 흐름의 변화를 가져 올 수 있는 정책 수단을 사용했다는 점이다. IPO 제한과 증시 대출 관련 자본금의 확대는 증시 주변 자금에 대한 좀 더 직접적인 정책 개입을 의미한다. 또한, 불안감 확대 루머 유포 행위에 대한 단속을 강화해 매도 세력에 대한 투자심리를 약화시키는 효과까지 고려하고 있는 것으로 판단된다.

또한 중국의 증권사들이 증시 대책에 동참함으로써 정부 대책이 좀 더 시장 내에서 현실화될 가능성이 높다. 이를 통해 저가 매수세가 확대될 수 있는 실질적인 효과가 있을 것으로 예상된다.

이제 중국 증시의 폭락과 정부의 적극적인 대응이 주는 몇 가지 시사점을 살펴 보자.

첫째, 지난 1차 증시 부양과 달리 이번 조치는 자금 흐름을 좀 더 적극적으로 조절한다는 측면에서 증시 안정에 기여할 것으로 예상된다. 특히 IPO 중단은 자금 이탈을 막는 강한 수단이 될 것으로 기대된다. 올해 상반기 중국 IPO 건수는 194건으로 작년 전체 물량 129건을 이미 크게 상회한 상태다. 특히 2분기에만 125건이 집중되는 등 IPO가 급격하게 진행된 측면이 있었다.

지난 2012년 11월 시진핑 정권이 출범하면서 시장 안정을 위해 중국 정부는 IPO를 중단한 바 있다. 지속적으로 하락하던 상해종합지수는 IPO 중단 이후 3개월 간 약 20% 가량 상승하는 흐름을 보인 바 있다. 물론 2012년 당시와 증시 상황이 다소 다른 측면이 있긴 하지만 그 때보다 현재 시점에서 IPO 물량이 훨씬 많고 시장에서도 주목을 받고 있었기 때문에 IPO 중단 효과는 일정 부분 자금 흐름의 변동을 가져올 것으로 보인다.

둘째, 증시 안정이 미진할 경우 중국 정부의 증시 부양 의지가 지속적으로 강력하게 표출되고 추가될 가능성이 높다는 점이다. 단지 3일 만에 중국이 신속하게 추가 부양을 내놓았다는 점에 기인한 것만은 아니다. 중국 정부는 현재 증시의 추가 폭락을 막아야 할 명분이 매우 크다고 판단된다.

우선 현재 중국 증시의 변동성이 매우 큰 것은 일정 부분 신용 거래가 작용하고 있기 때문으로 판단된다. 증시 폭락에 따라 마진 콜에 직면하는 신용 거래 투자자들이 늘면서 주식 매도가 확대되고 지수가 추가 하락할수록 그와 같은 상황은 반복될 수 있다. 현재 중국 증시는 빠르게 오를 만큼 빠르게 하락할 수 있는 여건에 놓인 셈이다.

또한, 중국의 경기 상황과 연관되어 증시의 지속적 폭락은 위험 요인이 될 수 있다. 중국 증시의 투자자 구조는 대부분 개인 투자자들이기 때문에 지수가 지속적으로 하락할 경우 중국 내수가 영향을 받을 수 밖에 없다. 올해 상반기 중국 수출이 이례적으로 역 성장하고 있어 견고한 내수 유지는 경기 방어를 위해 필수적이다. 몇몇 6월 중국 내수 수치가 크게 부진했던 것은 증시 폭락과도 관련되었을 가능성이 높다.

셋째, 상해종합지수가 고점대비 30% 가량 하락하면서 버블 논란이 완화될 것이란 점이다.

최근 중국 증시는 단기 급등으로 PBR이 3배를 넘고 PER(15년 예상)이 20배를 넘는 등 미국 증시의 밸류에이션을 상회하는 수준까지 진행된 바 있다. 경기 회복이 더딘 상황에서 지나치게 밸류에이션이 확대되는 모습을 보였다.

하지만 현재 상해종합지수는 PBR은 2.18배, PER(15년 예상)은 15.2배까지 하락하면서 밸류에이션 부담을 덜게 됐다. 현재 PBR은 2000년 이후 장기 평균 PBR 2.87배를 크게 밑도는 수치고 금융위기 이후 평균 2.1배 수준에 근접한 수치다. PER 역시 장기 평균 수준을 하회하는 수준이고 금융위기 이후 평균 13배 보다는 높다. PER 15배 수준은 유럽 및 미국과 유사한 수준이다.

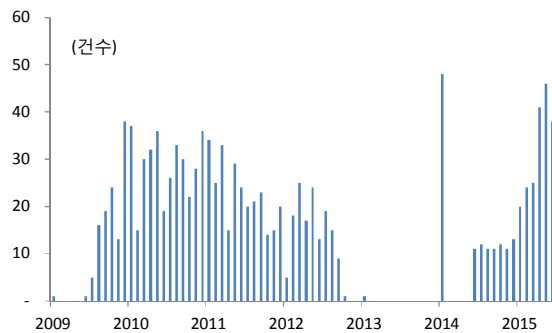
아직 상해종합지수가 저 평가 영역까지 하락했다고 보기는 어렵고 장기 평균 수준과 금융위기 이후 평균 수준의 사이에 위치해 있다고 볼 수 있다. 어찌됐든 현재 밸류에이션 수준은 과거 수준이나 상대 밸류에이션 관점에서 밸류에이션 부담 및 버블 논란이 뚜렷하게 완화될 수 있는 수준이다.

넷째, 앞서 언급한대로 중국 증시가 점진적으로 안정될 것으로 보여 국내 증시에 미치는 부정적 영향은 크지 않을 전망이다. 중국 증시가 중국 경기 및 여타 주요국 증시와의 민감도가 크지 않았다는 점 그리고 현재 중국의 CDS 프리미엄이 100bp 이하에 안정적이라는 점 등에서 볼 때 국내 증시가 받는 부정적 영향은 제한적이다.

그렉시트 역시 일정 부분 중국 증시에 영향을 주었을 가능성이 높다. 6월 그리스 구제 금융 종료와 대립 구도가 글로벌 증시의 주도국이었던 중국 증시를 압박했을 가능성이 상존한다. 그리스 리스크는 협상의 난항으로 좀 더 이어질 수 있다. 하지만 유로존과 그리스 국민 모두 그리스의 유로존 잔류를 원하고 있어 당장 그렉시트로 이어질 가능성은 높지 않다. 오히려 협상이 진전되면서 하반기로 갈수록 불확실성이 해소될 가능성이 높아 보인다.

결과적으로 중국 증시 폭락에 따른 국내 증시의 하락 리스크가 크지 않을 것으로 보여 중국 증시에 따른 보수적 포트폴리오 전략으로의 전환 필요성은 낮다고 판단된다.

〈그림1〉 금융위기 이후 중국 IPO 건수 추이



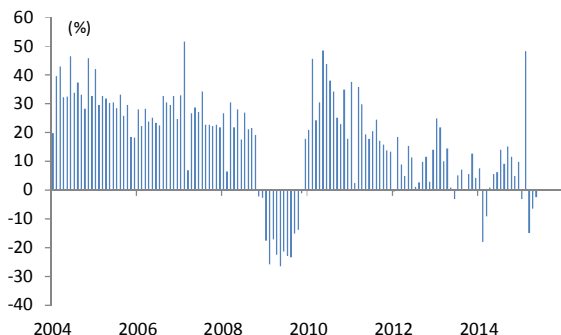
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림2〉 12년 중국 IPO 중단 전후 상해지수 추이



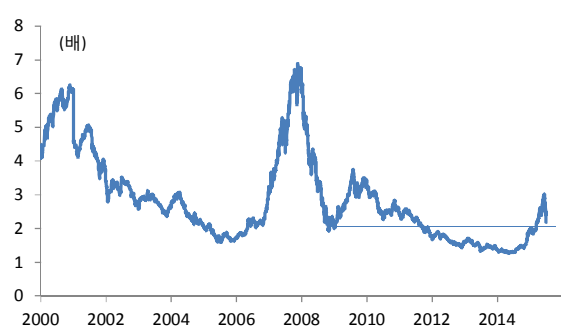
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림3〉 중국 수출 YoY 추이



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림4〉 상해종합지수 PBR 추이



자료: Bloomberg, HMC투자증권

▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 현대제철, 현대건설, 현대위아와 계열사관계가 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자등급 통계 (2014.07.01~2015.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	117건	82.98%
보유	24건	17.02%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.