



중국과 한국, 결국 지금 중요한 것은 위안화

What's new

- 연초부터 중국 증시와 위안화의 변동성이 화두로 떠오르고 있습니다.
- 해당 변수들에 민감하게 반응하는 국내 증시도 불안한 흐름이 나타난 바 있습니다.
- 중국 증시의 최근 급락 원인과 위안화 환율에 대한 고민이 필요해 보입니다.

Our view

- 중국 증시, 경기와 수급에 대한 우려는 그리 크게 확산될 소지의 것이 아니라는 판단입니다.
- 문제가 되는 것은 결국 위안화의 약세 속도이나 지금으로서는 쉽게 단정할 수 있는 사안은 아닙니다.
- 다만, 컨센서스 현황이나 중국 당국의 움직임 등을 감안하면 약세 속도 완화 가능성 정도는 타진해 볼 수 있을 듯합니다.

연초부터 급락을 시현하며 부담을 안긴 중국 증시

- 중국 증시와 위안화의 약세 흐름이 국내 증시에도 부정적인 영향을 미친 상황
- 중국 경기에 대한 우려는 최근 나타나고 있는 주요 변수들의 개선 조짐과 정부의 정책 지원을 바탕으로 완화될 것을 기대
- 수급에 대한 부담 또한 사전적으로 형성된 것 만큼 확산되지는 않을 것으로 전망

결국, 중요한 것은 위안화의 움직임

- 현재 위안화의 추가 절하가 나타나지 않을 것이라는 단정을 하기는 쉽지 않은 상황
- 그러나 현재 형성되어 있는 컨센서스 상으로는 추가적인 절하 폭 전망이 크지는 않은 수준
- 위안화에 민감하게 반응하고 있는 원화의 경우도 같은 맥락에서 추가적인 절하 폭이 크지 않을 것으로 기대
- 단기적으로는 7일 발표되는 중국 외환 보유고 수준이 중요한 역할을 할 것
- 향후 환율의 절하속도가 둔화되는 모습이 나타난다면, 고환율 수준에서 양호한 퍼포먼스를 보이는 자동차 업종에 대한 관심도 가져 볼 필요

주식시장 투자전략

연초부터 급락을 시현하며 부담을 안긴 중국 증시

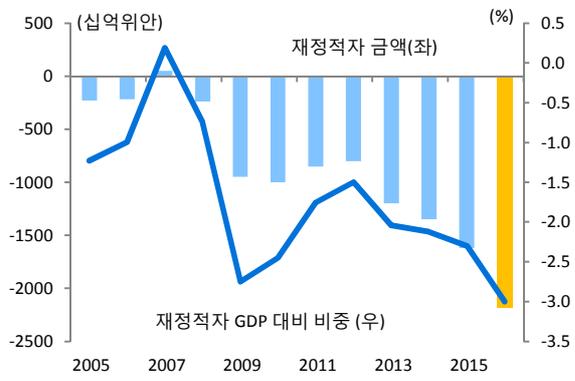
4일 중국 증시는 서킷브레이크와 거래 중단까지 이루어지는 극심한 혼란을 경험했다. 중국과 관련된 우려가 국내 증시에 있어서도 부담 요인으로 작용하고 있는 만큼 금일 자료는 중국과 관련된 사안들을 점검해 보고자 한다.

중국 증시의 급락 원인은 경기, 수급, 환율이라는 세 가지 부담이 중첩됐기 때문인 것으로 볼 수 있다. 경기 측면에서 보면, 12월 중 정부의 적극적인 경기 부양책이 나오지 않은 실망감이 형성되는 시점에서 Caixin PMI 가 예상 외의 하락(48.2pt, 전월비 -0.4pt, 컨센서스 대비 -0.7pt)을 기록해 경기 둔화에 대한 우려를 재차 자극한 것으로 볼 수 있다.

그러나 결론부터 말하자면, 중국 경기와 관련된 우려는 점차 경감될 수 있을 것으로 판단된다. 이미 지난 달 진행된 경제공작회의를 통해 재정 지출 확대를 통한 경기 안정화에 대한 정부 의지가 확인되었고, 발개위에서도 전국발전개혁공작회의(22일)를 통해 합리적 구간 내 경제 운용을 주요 중점 사안 중 한 가지로 제시했다. 또, 1분기 중 지방양회와 전국 양회를 치르는 과정에서 투자 지출이 여타 분기에 비해 부진하다는 계절적인 특징은 있지만 이미 신규 프로젝트 착공건수가 빠르게 개선되는 모습을 보여주고 있다는 점도 참고할 필요가 있다. 향후 정책일정들을 통해 인프라 투자 계획들이 구체화되며 경기 안정에 대한 기대가 형성될 것으로 보이며, 2분기부터 투자 업무를 진행하는 AIIB 와 핵심 프로젝트인 일대일로의 본격화도 경기에 대한 우려를 완화시켜 줄 수 있는 이슈이다.

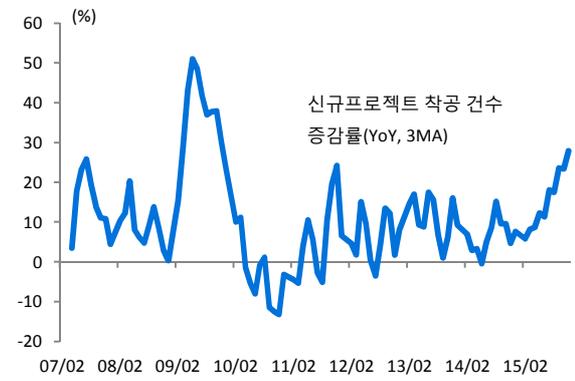
당사 중국 시황 담당자의 경우 2016년은 2015년에 비해 통화정책에 있어서는 적극성이 떨어질 수 있는 환경이라고 판단하고 있다. 이를 감안하더라도 통화정책은 일반적으로 실물경제에 시차를 두고 영향을 미치며, 지난해까지 중국 정부가 적극적 통화정책을 운용해

중국 정부는 재정 지출 확대를 선언한 상황



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

신규 프로젝트 착공 건수의 회복 추세가 형성 중



자료: WIND, 유안타증권 리서치센터

주식시장 투자전략

왔음을 상기할 필요가 있다. 그 결과 GDP 성장률에 뚜렷한 선행성을 보이는 M2 증감율이 반동 구간에 진입해 있는 모습은 향후 성장률 하락 우려 완화의 근거로 볼 수 있다.

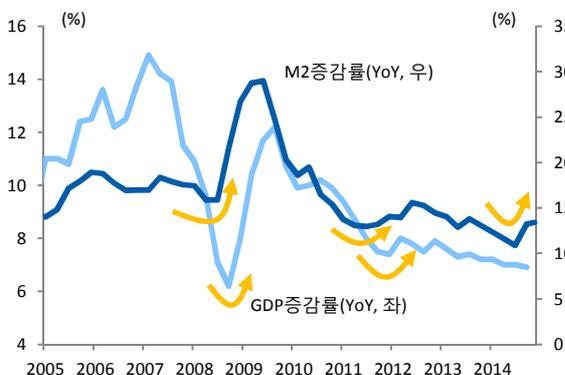
수급 부담, 정부의 움직임에 통해 제한될 것

다음으로는 수급과 관련된 부담에 대한 문제이다. 7월 증시 급락 과정에서 단행된 대주주 매도 금지 조치가 8일 부로 해제됨에 따라 이후 1.0조 위안에 달하는 매도 물량이 출회될 수 있다는 우려가 형성된 것도 직접적인 하락 원인 중 한가지로 작용했다. 그러나 이에 대해서는 이미 중국 정부가 불안감을 억제하기 위한 움직임을 가져가고 있다.

증감회 대변인은 해당 자금이 일시에 풀린다는 것은 비현실적 가정으로 대주주 지분매각의 60%는 블록트레이딩이나 협의양도 등을 통해 이루어지고 시장을 통해 매각하는 경우는 0.7%에 불과하다고 말했다. 또, 대규모 매도 출회에 대한 우려를 진정시키기 위해 상장사 주요주주의 지분매각 방법에 대한 새로운 규정을 검토하는 중이라고 언급했으며, 현지에서는 대주주 등이 일정기간 팔 수 있는 주식 비율을 제한하는 방식을 검토하는 것으로 추정하고 있다. 이와 별개로 최소 10곳 이상의 주요 상장사들이 앞으로 6~12개월 동안 주요 주주가 시장에 보유주를 내놓지 않을 방침이라는 보도도 전해졌다.

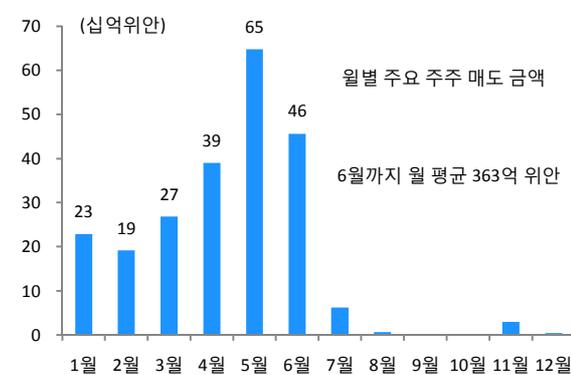
경험적인 측면에서 추산해 보면, 지난 5, 6월 주가 급등기 차익 실현 욕구가 강화되며 주요주주들이 대규모 매도 물량을 쏟아내기 시작한 시점의 월간 매도 금액이 648억위안, 456억 위안 수준이었다. 현재의 주가 상황을 감안하면 이와 같은 공격적인 매도 물량이 출회될 가능성은 제한적이라는 판단이다. 다만, 7월 이후 매도가 금지되어 있었던 만큼 해당 물량이 (6개월치) 1월 중 집중되어 나온다고 가정하더라도 1~6월 평균 매도 금액을 기준으로 2,182억위안, 상해 증시 시가 총액의 0.8% 수준이다.

이미 증가하기 시작한 M2, 실물 경기 개선에 영향을 미칠 것으로 기대



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

2015년 월 별 주요 주주 매도 추이



자료: WIND, 유안타증권 리서치센터

주식시장 투자전략

결국, 중요한 것은 위안화의 움직임

이상에서 논의한 바에 더해, 연 중반 급락구간과는 달리 중국의 신용잔고 물량 수준 또한 안정적인 수준에 머물고 있다는 점에서 중국 증시의 추가적인 급락 가능성은 제한적인 것으로 보고 있다. 그러나 중국이나 한국 증시에 있어 가장 큰 불확실성 요인으로 작용하고 있는 것이 바로 위안화 환율의 움직임이라는 판단이다.

사실 현 시점에서 위안화의 약세 수준이나 속도를 전망하기란 쉽지 않다. 지난 달 위안화 통화 바스켓 제도를 언급하면서 위안화의 약세(달러 대비)를 일정 수준 허용하겠다는 정책 스탠스를 보인 만큼 약세 압력이 존재한다는 사실을 부정하기는 힘들다. 실제로 역외 환율과 역내 환율 간의 스프레드가 지속적으로 확대되는 모습을 보이고 있다는 점도 위안화 약세에 대한 기대가 유지됨을 시사한다.

다만 최근 간접적인 방법이긴 하나 일부 외국계 은행에 대한 매매 제한, 개인의 환전 한도에 대한 단속을 강화시키는 등의 환율 변동성 억제를 위한 정책들을 내놓고 있으며, 환율 스프레드가 전고점 수준에 도달하면서 전일 인민은행이 외환 시장 개입을 단행했다는 뉴스도 나타나고 있어 정부의 속도 조절 의지가 강화될 조짐을 보여주고 있는 상황이다.

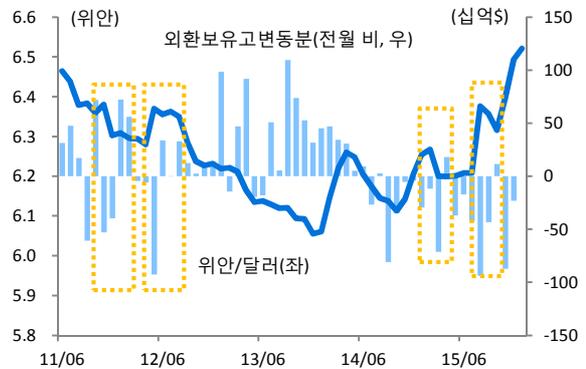
한편, 환율의 움직임과 연관성이 높은 외환보유고와 무역지표가 7일과 13일 발표될 예정이다. 특히 외환보유고의 감소 속도와 위안화 환율은 상당히 밀접한 상관관계를 보이는데, 컨센서스 상으로는 12월 외환 보유고가 전월 비 -233억\$ 감소하며 11월의 -872억 달러 감소에 비해 속도가 둔화될 것으로 전망되고 있다. 컨센서스 수준의 결과가 나타난다면 단기적으로 위안화 약세 속도의 둔화를 기대해 볼 수 있을 듯 하다.

전 고점 영역에 도달한 역내외 환율 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

외환 보유고 증감과 위안화 환율



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터
주 : 외환 보유고 변동분 최종 값은 컨센서스 대입

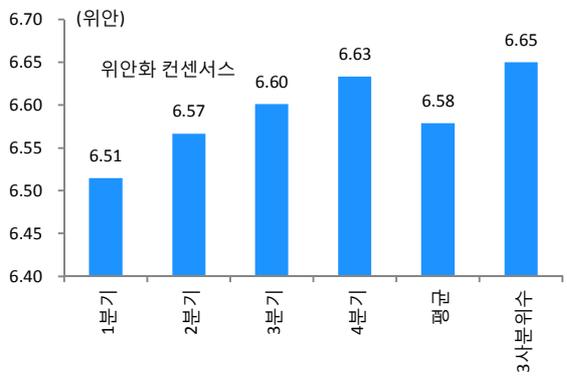
주식시장 투자전략

마지막으로 최근 위안화 환율 전망치를 보자. 12월 이후 전망치를 제시한 38개 글로벌 IB 들의 16년 위안/달러 전망치를 보면, 전망치의 평균이 6.58, 3사분위 수(전체의 상위 75%)가 6.65위안이다. 후자를 기준으로 보아도 약 2% 내외의 절하 폭이다. 현 시점에서의 추가적인 약세 강도는 제한될 것이란 전망이 주를 이루는 것으로 볼 수 있다. 우리 입장에서는 결국 위안화와 연동된 흐름을 보이는 원/달러의 상승에 대한 부담과 연결해 생각해 볼 필요가 있다. 8월 위안화 평가절하 이후 원화와 위안화의 연관성이 가시적으로 높아지고 있는데, 해당 시점 이후 두 환율 간의 회귀식에 위안화 컨센서스를 대입해 보면 원/달러 환율의 고점은 1,210원 수준으로 전일 대비 +1.9% 수준의 룬이 남아 있다. 경험적인 관점에서나 현재 위안화 컨센서스 상으로도 고점 영역에 가까워 보인다.

아직 위안화 환율과 관련된 불확실성은 존재하는 것으로 간주 할 필요가 있다. 단, 중국 정부의 환 변동성 억제 노력이 나타나기 시작했고, 선강통 등을 계기로 중국 증시로의 자금 유입 가능성, 재정지출을 통한 경기 우려 완화, 10월 SDR 편입 이슈등을 감안 시 연중 약세가 지속될 것으로 보기도 힘들다. 정부의 의지 강도에 따라 차이는 있겠지만 위안화의 약세, 그리고 여기에 영향을 받는 원화의 약세 속도는 완화될 수 있을 것으로 기대되며 단기적으로는 7일 발표될 중국 외환보유고가 중요한 역할을 할 것으로 판단된다.

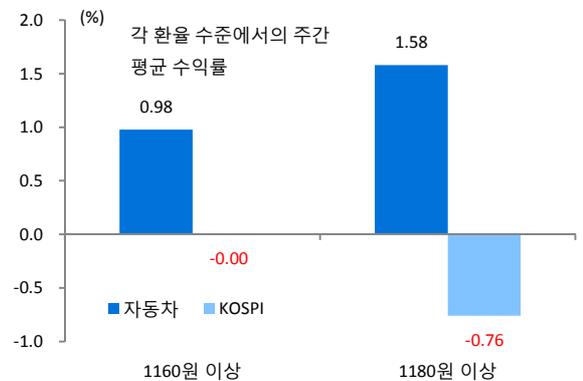
컨센서스 대로 외환 보유고 감소 속도 완화가 확인될 시, 원화 역시 상승 변동성이 축소되는 모습을 기대해 볼 수 있을 듯 하다. 이 경우 고환율의 긍정적 효과에 대한 인식도 형성될 수 있을 것으로 기대된다. 2012년 이후 원/달러 환율 1,160원 이상 영역에 위치할 때 자동차 업종(KRX 자동차)의 주간 평균 수익률은 +0.98%로 약보합을 기록한 KOSPI 를 아웃퍼폼하고 있으며, 1,180원 이상 영역에 있었던 경우로 한정하면 +1.58%로 KOSPI 를 +2.33%pt 아웃퍼폼 하는 결과가 도출된다는 점도 참고해 볼 필요가 있다.

12월 이후 제시된 글로벌 IB 들의 위안화 컨센서스 현황



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

외환 보유고 증감과 위안화 환율



자료: Myresearch, 유안타증권 리서치센터

