

제 목 최근의 중국 주가 변동성 확대가 중국 경제에 미치는 영향*

* 본 자료는 홍콩 소재 주요 IB들의 의견을 종합하여 작성한 것임

1. 최근의 주가 동향

□ 중국 주식시장은 6월 중순 이후 크게 하락하였다가 빠르게 반등하는 등 최근 그 변동폭이 크게 확대

○ **상해 종합주가지수**는 6.12일 연중 최고치(5,166)를 기록한 이후 한 달 만에 30%이상 급락(7.8일 3,507)하였다가, 이후 반등하여 7.21일에는 지수 4,000 수준을 회복

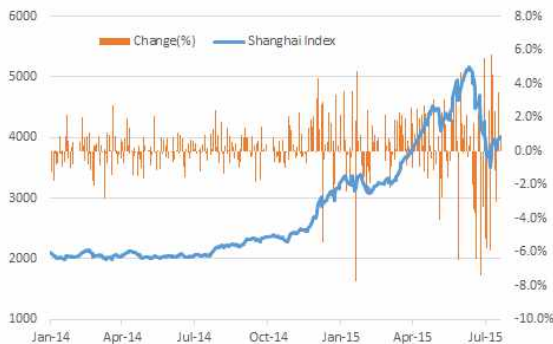
— 중국주식의 거래 비중이 큰 **홍콩 주가지수*(HSD)**도 6월 들어 큰 폭 하락하여 7.8일(23,517)에 2014년말 수준(23,605) 근처까지 하락한 후 반등하는 모습 (7.21일 25,536)

* 홍콩 주식시장에서 중국 주식이 차지하는 비중은 시가총액의 62.8%, 거래량의 69.9% (2015.6월 기준)

○ 6.12일 이후 중국 상해종합지수가 ±3% 이상 등락한 일수는 총 15일로 전체 주식거래일(총 27일)의 절반이 넘었으며, 이중 7일은 일일 변동폭이 ±5%를 상회

○ 한편 중국 A-시장과 홍콩 H-시장 동시상장 주식(이하 “A-H 동시상장주식”)간 가격격차는 6월중 소폭 줄어들다가 7월 이후 재차 확대(A주식이 고평가)

중국 상하이 종합주가지수 및 변동성



홍콩 항생지수 및 A-H 프리미엄지수¹⁾



자료: Bloomberg

주: 1) A-주식과 H-주식간 가격 격차(100을 상회하면 A-주식 가격이 높다는 의미)
자료: Bloomberg

2. 주가 변동성 확대가 중국경제에 미치는 영향

가. 실물경제에 미치는 영향

◆ 시장 일각에서는 주가 급락에 따른 마이너스 부의 효과로 소비 위축이 나타나면서 중국경제에 큰 악영향을 미칠 것이라고 보는 시각이 있으나, 상당수의 IB들은 그 효과가 제한적일 것으로 평가

□ 일부 IB들은 주식시장 급락에 따른 ‘마이너스(-) 부의 효과(negative wealth effect)’로 인해 소비가 위축되면서 경제에 큰 악영향이 나타날 것으로 예상

- 중국내 주식 계좌수가 2.6억개에 달하며 이중 1/3 가량이 9개월 이내 만들어진 만큼 주가가 급락할 경우 소비에 악영향이 나타나는 것이 불가피 (Credit Swiss)
- 주식시장의 변동성 확대로 일반 개인투자자의 부가 대주주에게로 이전되면, 이들 일반 개인투자자의 소득 감소로 소비부진이 심화될 가능성(BoAML)

□ 하지만 상당수 IB(Nomura, JPMorgan, Goldman Sachs, Standard Chartered 등)들은 중국의 경우 주식시장 하락에 따른 ‘마이너스(-) 부의 효과(negative wealth effect)’가 소비에 미치는 악영향이 제한적일 것이라고 평가

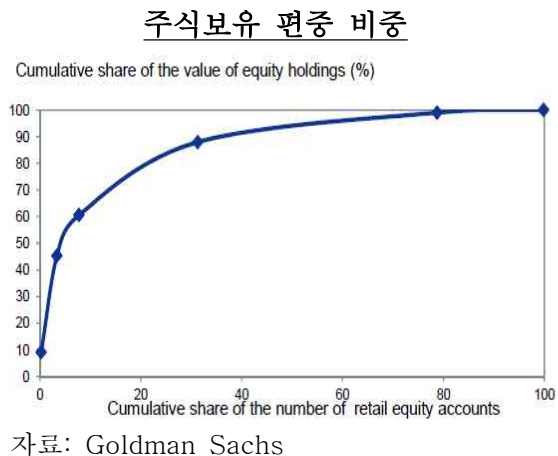
- 2011년 이후 주가와 소비간에 상관관계는 거의 나타나지 않았으며, 특히 지난 1년간 주가가 상승하였음에도 불구하고 소비가 견인되지 못한 것으로 나타남에 따라 주가하락 시에도 소비에 미치는 영향이 제한적일 것으로 분석

— Nomura는 중국은 저축률이 높기 때문에 소득이나 부의 증가와 소비간에 상관관계가 낮은 편이라고 분석

- 부의 변동에 대한 소비탄력성이 낮은 부유층이 대부분의 주식을 보유*

* Goldman Sachs는 중국의 경우 소득 상위 3%(30%)가 주식의 45%(90%)를 보유하고 있는 것으로 분석

- 그 외 현재의 주가(상해 종합주가지수 7.21일 기준)가 아직도 2014.6월말 대비 96%, 2014년말 대비 24% 높은 수준에 있는 것도 ‘마이너스(-) 부의 효과’를 억제하는 요인으로 평가



나. 금융시스템에 미치는 영향

◆ 일부 시장참가자들은 주가 급락으로 인한 금융시스템 위기 발생 가능성을 우려하고 있으나, 다수의 IB들은 이와 같은 우려가 과도한 것으로 평가

□ 일부 시장참가자들은 7.8일까지 나타난 주가 급락이 정부의 통제수준을 벗어난 것이며, 다음과 같은 점을 감안할 때 유사시 금융시스템 위기(systemic risk)가 발생할 가능성이 있다는 우려를 표명

○ 개인투자자들의 차입(leverage)을 통한 주식투자 규모가 시장의 예상보다 훨씬 클 가능성이 있음

— 마진금융(margin finance) 규모는 공식적으로 알려진 2.3조위안(6.19일 최고치)보다 큰 3.3~3.8조위안에 달할 수 있으며, 레버리지(leverage) 비율도 일반적으로 알려진 수준(2~3배)보다 클 수 있음

- Goldman Sachs는 우산신탁(umbrella trusts)이나 제도금융권 이외 대출 등을 통한 레버리지(hidden leverage) 비율이 4~5배에 달하였으며, 이를 통한 자금차입 금액은 최대 1.0~1.5조위안에 달하였을 것으로 분석
- BoAML와 Credit Swiss는 자금차입을 통한 주식투자 규모가 각각 3.3조위안, 3.7조위안에 달한 것으로 분석
- South China Morning Post紙는 일부 개인투자자들이 연 20%에 달하는 금리로 투자자금의 최대 10배까지 자금을 차입할 수 있었다고 보도

- 증권 중개회사의 경우 자본금 규모가 작고 시장의 신뢰가 부족하므로 주식 대출 관련 대규모 손실이 발생할 경우 부실 우려가 있음
- 확인되지 않은 구조화 상품을 통해 위험이 파급될 가능성도 있음
- 주가하락이 부동산시장에 충격(spillover to housing demand)을 주어 금융부문의 부실을 확대시킬 가능성
 - Goldman Sachs는 중국 심천(Shenzhen)의 부동산가격 동행지수가 심천 종합주가 지수의 급락과 함께 하락하였다고 분석
- 하지만 다수의 IB(Nomura, Citi, HSBC 등)들은 현 시점에서 금융채널을 통한 시스템 위기 발생 가능성에 대해 크게 우려할 필요는 없다고 평가
- 주식시장을 통한 기업들의 자금조달 비중이 크지 않아 주가하락이 기업의 자금사정에 미치는 악영향이 제한적
 - 2015년 1~5월중 사회 총자금조달액(Total Social Finance) 중 주식발행을 통한 자금조달액은 2,900억위안으로 4%에 불과(은행대출은 5.3조위안으로 76%를 차지)
- 금융기관에 미치는 부정적 영향도 크지 않은 것으로 분석
 - 마진금융(margin finance) 규모가 3.3~3.8조 위안에 달하더라도 시중 유동성에 문제가 없는 한 증권 중개회사나 신탁회사 등에 미치는 악영향은 제한적
 - 은행 총자산대비 마진금융(margin finance) 비중은 1.0~1.5%에 불과
 - 은행대출중 주식을 담보로 한 금액은 5,000~6,000억 위안으로 전체 대출의 1%에 불과
- 지난 몇 주간 주가 급락에도 불구하고 외환시장, 자금시장, 채권시장 등이 안정된 모습을 유지한 점을 감안할 때에도 금융시스템 위험 발생 가능성에 대한 일부의 우려는 과도한 것으로 평가

다. 자본자유화 및 금융개혁에 미치는 영향

◆ 시장에서는 최근의 주가 급등락으로 인해 중국의 향후 자본자유화 및 금융개혁 속도가 다소 늦어질 것이라는 예상이 증가

- 다수의 IB(Nomura, Goldman Sachs, UBS 등)들은 6월 중순 이후 주식시장 급락으로 중국의 정책당국자들이 금융위기 관리의 어려움에 대한 교훈을 얻었으므로, **향후 자본자유화 확대에 보다 신중한 태도를 보일 것으로 평가**
 - 주식시장의 투자심리가 악화된 상황에서 심천-홍콩간 주식시장 상호투자(선강통) 허용이 역외시장의 공매도(short selling)를 야기할 우려도 있는 만큼, 선강통 도입을 서두르지 않을 것으로 예상
 - 중국내 금융개혁(financial-sector reforms)의 진전이 없는 상태에서 자본자유화를 확대하는 것은 바람직하지 않다고 평가(UBS)
- 기업공개(IPO) 방식 선진화, 공기업 지배구조 개선 등과 같은 금융개혁(structural reform) 안전도 다소 늦출 가능성이 있다고 평가
 - 당초 기업공개(IPO)를 승인방식(approval-based)에서 등록방식(registration-based)으로 변경할 계획이었으나, 현재 IPO를 잠정 중단시킨 상태이므로 동 계획이 예정대로 진행되기는 어려울 것으로 예상
 - 민간자본에 의해 기업의 지배구조를 개선시키고자 추진하고 있었던 공기업 민영화(privatisation)도 지연될 가능성
 - 주식시장을 통한 자금조달이 어려워지면서 **자본시장 발달이 지체되고**, 대신 은행 대출시장(간접금융)에 대한 의존도가 재차 높아질 가능성

3. 향후 전망 및 정책 대응

- 일부 시장참가자들은 2014년 하반기 이후 급등한 중국주식에 버블이 있었으며 이같은 버블이 붕괴될 가능성이 있다고 우려하고 있으나, 대부분의 시장참가자들은 주가가 이미 큰 폭으로 조정된 만큼 추가 하락보다는 점진적 반등을 예상

- 마진금융(margin financing) 규모가 6.19일 최고치에서 이미 크게 줄어들었으므로*, 최악의 상황은 모면한 것으로 평가
 - * 6.19일 2.3조위안 → 7.7일 1.6조위안 → 7.17일 1.4조위안
- 상하이 A-증시 상장기업 내부자들의 순매도(A-share corporate insiders' net selling)가 최근 몇 주간 급격히 감소
- 시장에서는 중국 정부 및 인민은행이 금융시스템 위험(systemic risk)을 통제할 여력이 있으며, 시장안정과 신뢰회복을 위해 필요시 보다 강력한 정책대응(whatever it takes)을 실시할 것으로 예상
- 7.8일 주가급락시 인민은행이 중국증권금융(China Security Finance Company)에 대해 유동성을 지원하기로 한 것은 증권시장 안정을 위한 강한 의지의 표명인 것으로 평가*
 - * Financial Times紙는 투자자들이 기피하는 자산의 매입을 지원하기 위해 중앙은행이 유동성을 공급했다는 점에서 전례없이 파격적인 조치라고 평가
- Wall Street Journal은 중국이 IMF의 특별인출권(SDR) 통화바스켓에 위안화 편입 가능성을 제고하기 위한 차원에서도, 주식시장 불안정에 적극 대처해 나갈 것으로 평가
- 금융시스템뿐 아니라 사회안정 차원에서도 증권시장 급락을 억제할 필요가 큰 만큼, 정부 및 인민은행의 적극적 대응이 예상
 - Citi는 정부의 시장개입이 금융부문에 대한 우려보다 사회안정 차원이라고 평가
 - Credit Swiss는 2008년 글로벌 금융위기 당시 미국의 상황보다 중국 정부가 느끼는 심각성이 크다고 평가
- 필요시 인민은행의 완화적 통화정책이 시장의 기대보다 훨씬 크고 빠르게 이루어질 가능성이 있으며, 비전통적 방식에 의한 정책적 지원도 가능
- 중국정부는 시장의 버블 발생 위험(risks of creating a bubble)에 대해서도 경계하고 있는 만큼, 시장불안이 진정될 경우 가급적 빠른 시간내에 주가안정 관련 지원조치들을 철회할 것으로 예상