

중국 통화 긴축 부담감 크지 않다

China Desk _ 강효주
02-3772-2915
hj.kang@shinhan.com

China Desk _ 박석중
02-3772-2919
park.sj@shinhan.com

- ◆ 당 대회 후 긴축 강화 가능성 대두되나 정치 환경보다 경기 요소 고려한 신중함 필요
- ◆ 부족한 경기, 위안화 절상 가속화, 통화정책 효과 가시화로 긴축 강화 가능성 제한적
- ◆ 연내 미세적 긴축을 통한 시중 금리 및 유동성 조절 전망

당 대회 이후의 통화정책 행보에 주목할 시점

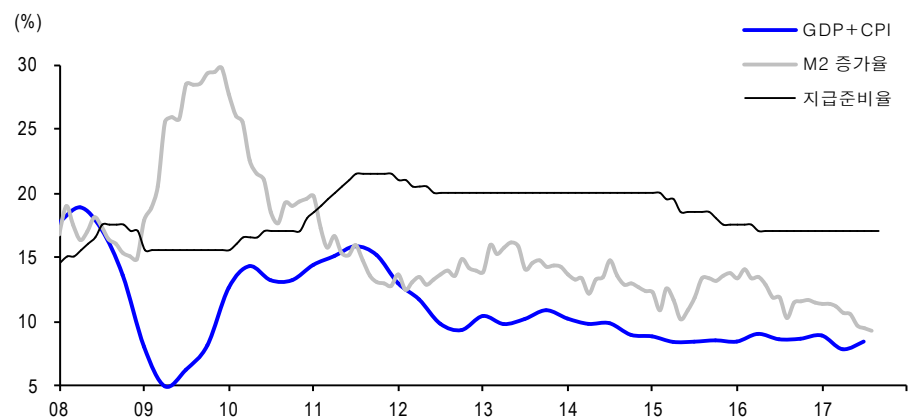
정치 환경 변화보다
경기, 물가, 환율의 균형감 필요
적극적 긴축 전환 가능성 제한적

중국 통화정책 긴축 전환 가능성이 제기되고 있다. 우호적 경기 여건이 이어지는 가운데 시진핑 개혁에 디레버리징은 핵심 주제이자 목표다. 10월 당 대회 이후 시진핑 내각 2기 구성이 완료되면 정책 기조가 긴축으로 전환될 것이라는 우려 섞인 시나리오다. 중국의 긴축 전환은 실물 경기 및 민감주 주가에 큰 부담이 될 변수다.

우리도 통화정책 정상화의 불편함에 공감대를 갖는다. 다만 연내 급격한 긴축 전환 가능성은 제한적으로 판단한다. 당 대회 이후 12월 경제/통화정책 공작회의, 3월 전국인민대표대회까지 주요 정치 이벤트가 남아있다. 10월 정치 환경의 일시적 변화로 통화정책에 무리수를 둘 시점은 아니다. 또한 실물경기, 물가, 유동성, 환율 등 금리 인상 결정 요인에 균형감과 신중함이 필요하다. 인민은행은 <2/4분기 통화정책집행보고>에서도 안정적이고 중립적인 통화정책을 연내 이어갈 것임을 강조한 바 있다.

연말까지 통화 정책 기조는 안정 및 유연성에 무게중심을 두고 진행되겠다. 이번 보고서에서는 금리 인상을 결정하는 경기와 위안화 환율, 정부 정책 목표치를 중심으로 통화정책 변화 가능성을 점검해보고자 한다.

펀더멘털(GDP+CPI), M2 증가율 및 지급준비율 추이



자료: WIND 신한금융투자

고용과 소비는 견조하나 낮은 물가와 부족한 시중 유동성으로 적극적 긴축 가능성은 제한적

적극적 금리 인상 고려 시점 아니다

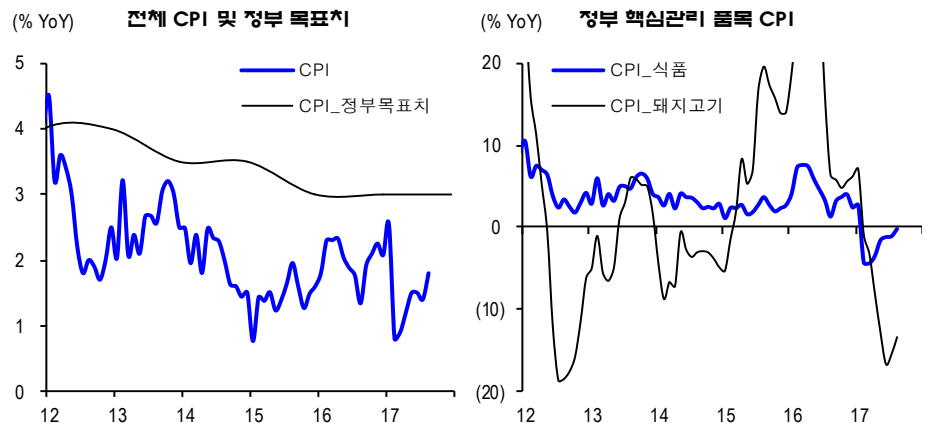
적극적 긴축 단계에 진입하기에 경기 및 물가 여건은 충분치 않다. 금리 인상 판단에는 고용, 소비, 물가, 유동성, 신용+부동산 리스크의 균형잡힌 시각이 필요하다. 고용과 소비는 견조하나 물가, 유동성은 적극적 긴축을 논할 단계의 수준은 아니다.

먼저 고용과 소비는 양호하다. 리커창지수와 경기선행지수의 우상향 추세 속에 8월 제조업 PMI도 51p를 상회하는 안정적 흐름을 이어가고 있다. 이에 2분기 실업률 역시 정부목표치 5%를 하회한 3%대까지 하락했다. 소비자 심리지수도 16년 5월 이후 연속 상승해 소비 경기 역시 개선세다.

물가와 시중 유동성은 금리 인상을 논하기에 이르다. 소비자물가지수(CPI)는 8월 1.8%로 정부목표치 2.5%를 0.7%p 하회한다. 특히 핵심관리 품목인 식음료(-0.2%)와 돼지고기(-13.4%) 상승률은 마이너스(-)를 이어가고 있다. 지난해 상반기 상대적으로 높았던 기저효과를 고려하면 연내 CPI는 디플레이 환경을 벗어나기 쉽지 않다.

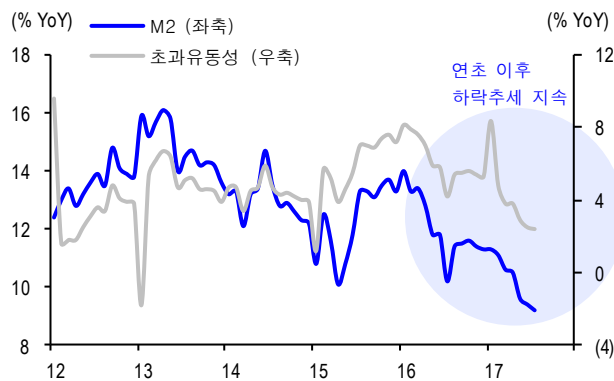
시중 유동성을 판단하는 M2 증가율도 정부 목표치(13%) 하회는 물론 집계 이래 처음 한 자릿수(+9.6%) 증가율을 유지하고 있다. 초과유동성 지표도 연초 이후 하락세다. 시중 금리 상승 과정에서 은행들의 초과 지급준비금률도 1%대를 지속하고 있어 적극적 긴축을 고려할 만큼 과잉 유동성 구간이라 단정할 수 없다.

전체 및 정부 핵심 관리 품목의 소비자물가지수(CPI)



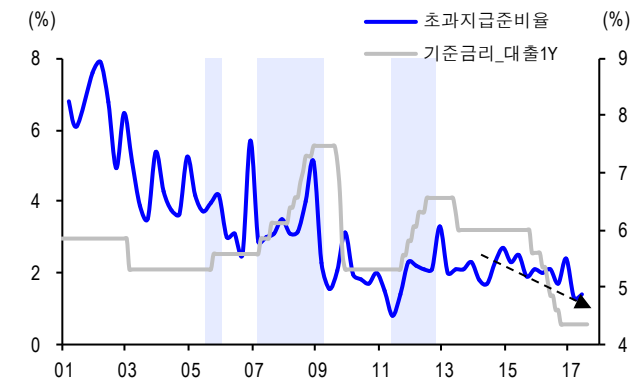
자료: WIND 신한금융투자

M2 증가율 및 초과유동성 추이



자료: WIND 신한금융투자

중국 초과지급준비율 및 기준금리 추이



자료: WIND 신한금융투자

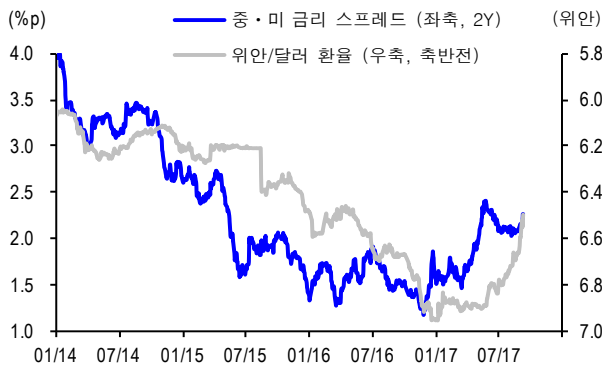
추가 위안화 강세 우려 확대

위안/달러 절상 흐름 가속화.
 긴축 확대 시 추가 강세 흐름과
 수출 경기에 미칠 악영향 우려

위안화 강세는 통화 긴축 전환의 가장 큰 걸림돌이 되겠다. 위안/달러 환율은 6.4위안 대까지 하락했다. 연초 6.9위안에서 6.6% 절상된 수준이다. 최근의 위안화 강세로 지급준비율 인하 가능성까지 제기되고 있다. 연초 걱정했던 자금 유출 우려는 경감되었으나 통제를 벗어난 수준의 위안화 강세와 단기 변동성 관리가 필요하다.

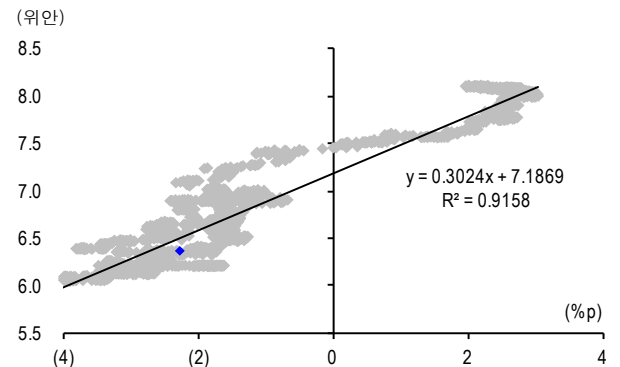
현 시점이 선진국 통화정책 정상화 우려 시기와 맞물려 있음을 고려하면 이자율 평형 관점에서 적정 위안화 수준을 고려해야 한다. 중국은 신흥국임에도 이자율과 위안/달러 환율간의 상관관계수가 0.96로 높다. 이자율 평형 관점에서 적정 위안/달러 환율은 6.66위안으로 현 수준은 초과 강세다. 긴축 확대 시 추가 강세 흐름과 수출 경기 악영향이 우려하기에 충분한 수준이다. 환율 안정을 위해서라도 정부는 긴축 강화로 금융시장 리스크를 높이기보다 안정을 위한 정책 방향을 유지할 가능성이 높다.

중·미 금리 스프레드 및 위안/달러 환율 추이



자료: WIND 신한금융투자

중·미 금리차와 위안/달러 환율간 상관관계

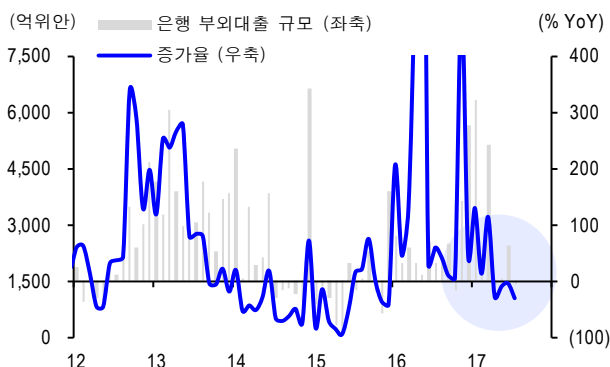


자료: WIND, 신한금융투자

디레버리징 정책 성과 나타나며
 현재 긴축 정책의 효과 가시화

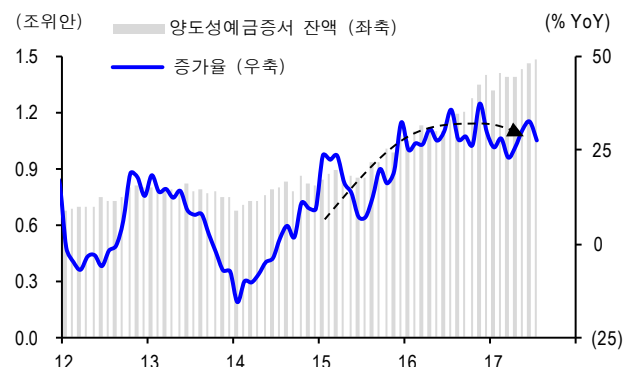
현재의 긴축 강도(미세 조정)만으로도 시진핑 정부의 핵심 목표인 디레버리징 성과가 가시화되고 있어 긴축을 강화할 명분도 부족하다. 정부의 핵심 규제 대상인 그림자 금융을 반영하는 은행 부외대출 규모는 7월에 전년대비 29.7% 감소했다. 은행이 고수익 상품 투자를 위해 단기 자금 조달 창구로 사용했던 양도예금증서(CD) 잔액 증가율도 증가 추세를 멈췄다. 금융 업종 디레버리징도 효과를 보이고 있다고 판단된다.

은행 부외대출 규모 및 증가율 추이



자료: WIND 신한금융투자

양도성예금증서 잔액 규모 및 증가율 추이



자료: WIND, 신한금융투자

연내 적극적 금리 인상 가능성 제한적
다만 공개시장조작, MLF와 같은
미세적 긴축은 지속 전망

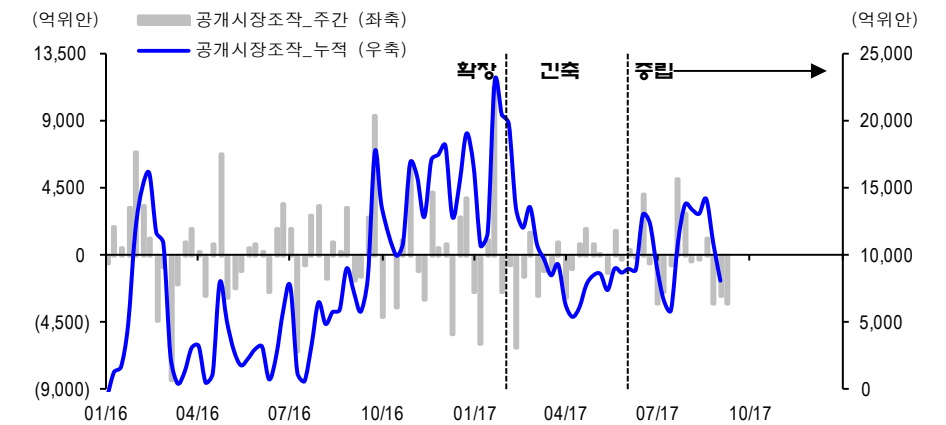
연내 미세적 긴축 지속 전망

중국도 선진국 통화정책과 큰 궤를 같이 하겠다. 장기적으로 통화정책 정상화의 흐름 속에 정책 강도의 미세적 변화는 금융시장 변동성 확대를 야기할 수 있다. 은행간 유동성, 신용 스프레드, 부동산 지표에 지속적 모니터링도 필요하다.

우리는 단기 내 적극적 통화 긴축 전환 가능성은 제한적으로 판단한다. 낮은 물가와 부족한 시중 유동성, 위안화 강세, 디레버리징 효과 가시화로 적극적 긴축을 논할 단계는 아니다. 연초 이후 상승한 시장 금리가 미국 및 선진국 금리 인상분을 선반영해 글로벌 통화정책 동조화 부담감도 크지 않다.

연말까지 정부는 공개시장조작, MLF(중기유동성지원창구) 등을 통한 미세적 긴축을 지속하겠다. 여전히 하반기 구조조정 강화 기조 하에 신용대출 증가 억제 등의 디레버리징은 필요하기 때문이다. 특히 과거 당 대회가 마무리된 직후부터 그 다음 해까지 신용대출 증가를 통한 투자 확대가 늘어나는 모습이 관찰되어 왔다. 올해는 시진핑 정부 2기 진입 이후 구조조정 가속화 과정에서 그 간의 추세를 제한할 가능성이 높다. 연내 안정 및 유연성에 무게를 둔 통화 정책 기조가 지속될 전망이다.

공개시장조작을 통한 유동성 순유입 규모



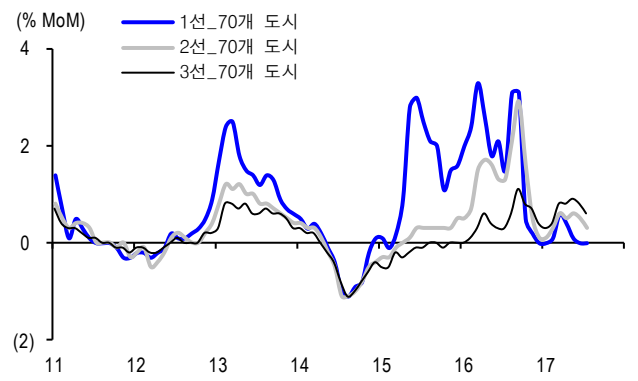
자료: WIND 신한금융투자

회사채 신용스프레드 추이



자료: WIND, 신한금융투자

1-3선 도시의 부동산 가격 증가율 추이



자료: WIND, 신한금융투자

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 강효주, 박석중).
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.