

중국 변수, 지금이 최악이라면

2022/ 4/ 27

Strategist

곽병열

(2009-7148)

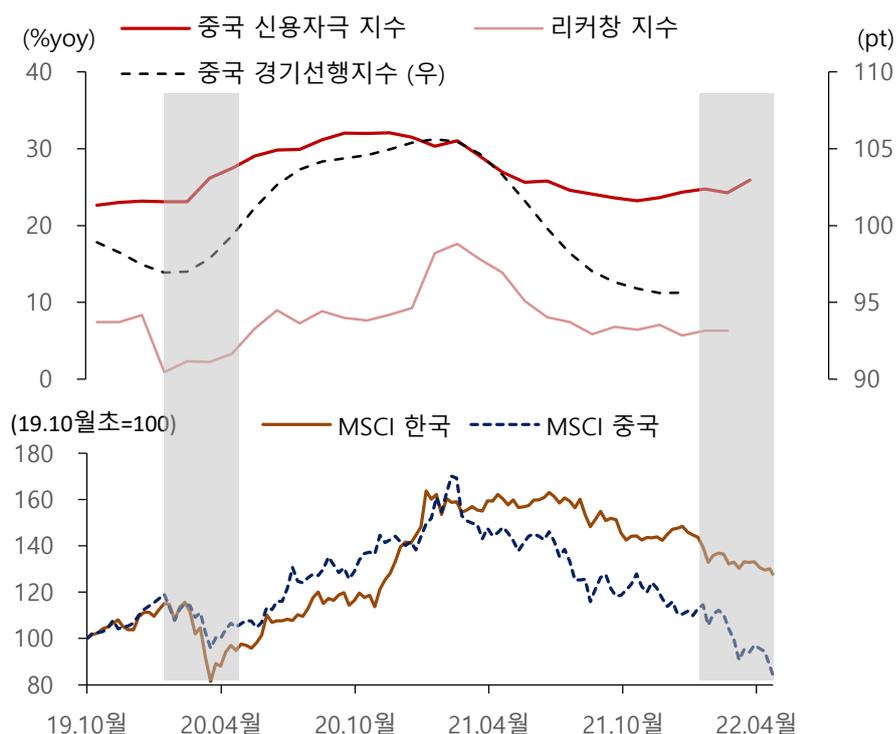
brkwak@leading.co.kr

I. 중국 변수, 2 분기 부진은 불가피

- 코로나 확산을 저지하기 위한 상하이 봉쇄가 1 개월 간 이어진 가운데, 베이징까지 전수조사 및 연쇄적인 봉쇄 조치가 예고되면서 중국 증시는 심리적 저항선(상해종합지수 3,000 선) 및 시진핑 2 기의 밸류에이션 하단을 하향 이탈(PER 10 배 하회)하는 극도의 부진이 이어지고 있음. 국내증시의 외국인 비차익순매도가 점증한 점 역시, 상당부분 중국 변수의 악화를 우려하는 신흥국 펀드플로우의 유출 영향으로 해석됨(ICI 해외펀드 연초 이후 170 억달러 순유출)

- 현 국면과 유사했던 2020 년 초반 중국 전역의 코로나팬데믹에 따른 봉쇄 조치 국면을 살펴보면 경기방향성의 대응치로서 중국 경기선행지수 및 리커창지수(철도물동량, 전력소비량, 은행 신규대출로 추계)의 하강국면이 심화되었음. 따라서 금년 2 분기의 중국 변수 부진은 불가피 할 것으로 예상함

<그림 1> 2020 년 코로나 팬데믹으로 다시 보는 중국변수



- 중국증시의 밸류에이션(PER)도 주요도시의 봉쇄에 따른 경기둔화 우려를 일정부분 반영한 것으로 판단함. 돌발악재 시 중국증시 PER(MSCI 12 개월 예상 기준) 하단수준을 살펴본 바, 2018 년 미중 무역분쟁 국면에서 9.7 배, 2020 년 코로나팬데믹 국면에서 10.8 배였는데, 현재 9.4 배로 시진핑 2 기(2018~현재) 중 최저 수준까지 후퇴한 상황임. 사실상 시진핑 2 기 중에 중국 빅테크를 중심으로 형성했던 차이나 프리미엄은 모두 사라진 것으로 해석할 수 있음

<그림 2> 중국증시 PER: 시진핑 2 기 최저수준까지 후퇴



자료: Bloomberg, 리딩투자증권 주: MSCI 12 개월 예상 PER 임

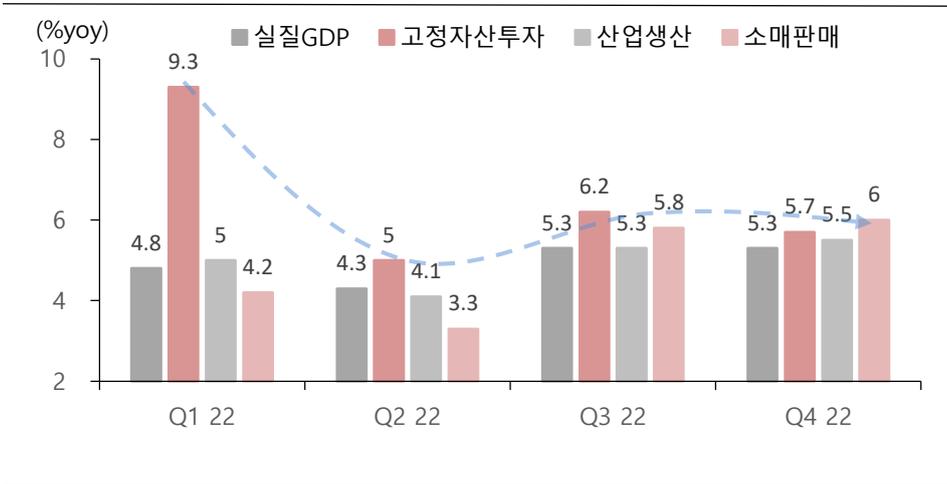
II. 다만 중국 변수, 지금이 최악이라면

- 2022 년 초반 전세계 코로나 확진자수의 피크아웃 기간이 대략 1.5~2 개월 소요된 점을 중국에 적용할 경우 5 월 중 선별적인 봉쇄 완화 가능성을 예상함. 2020 년 전반의 경우 선별적인 봉쇄 완화 전후로 대출금리(LDR) 인하와 대규모 경기부양(세금감면 및 수수료 인하 등을 통한 1 천조원 규모)이 단행된 바 있으므로 5 월 중 중국 변수는 중요 변곡점이 나타날 것으로 조심스럽지만 전망함

- 당시 중국 당국의 부양기조 강화는 신용자극 지수(credit impulse index, 신규대출증감/GDP 증감)를 통해 추계되는데, 2020 년 3 월부터 11 월까지 상승 사이클을 유지한 바 있음. 4 월 25 일부터 은행 지급준비율 인하(25bp)를 통한 장기유동성 공급에 나섰는데, 본격적인 부양기조는 선별적인 봉쇄 완화 전후에 집중하면서 경기부양 효과를 극대화할 것으로 판단함

- 중국 경제지표 전망치(블룸버그 컨센서스 기준)는 2 분기 저점 이후 3~4 분기의 완만한 회복을 예상하고 있음. 특히 세부항목 중 소매판매의 경우 2 분기 3.3%를 저점으로 3 분기 5.8%, 4 분기 6.0%로 큰 폭의 개선 가능성을 반영하고 있는데, 이는 코로나 봉쇄조치 완화 이후로 지연된 보복소비(revenge spending)가 나타날 것을 암시한 것으로 해석함

<그림 3> 중국지표는 2 분기 저점 이후 완만한 회복 예상



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

III. 금년은 당대회 당해연도, 중국 부양기조 강화 시 업종 영향은?

- 금년 하반기는 시진핑 주석의 장기집권을 확정할 22 차 당대회를 앞뒀다는 점에서 코로나 봉쇄조치로 이반된 민심회복을 위한 경기연착륙 유도 필요성은 클 것임. 과거 당대회 당해연도 중 신용자극 지수는 대체로 개선흐름을 유지하면서 경기방향성에 해당하는 리커창 지수를 안정적으로 관리한 바 있음
- 중국의 경기경착륙 우려는 봉쇄조치 완화 전까지는 상존하나, 5 월 중 선별적인 봉쇄완화 및 부양기조 강화를 통해서 경기연착륙을 시도할 것으로 예상하며, 이는 일정수준 중국증시 동조화로 부진한 국내증시의 하방경직성을 유지시켜줄 변수가 될 것으로 기대함

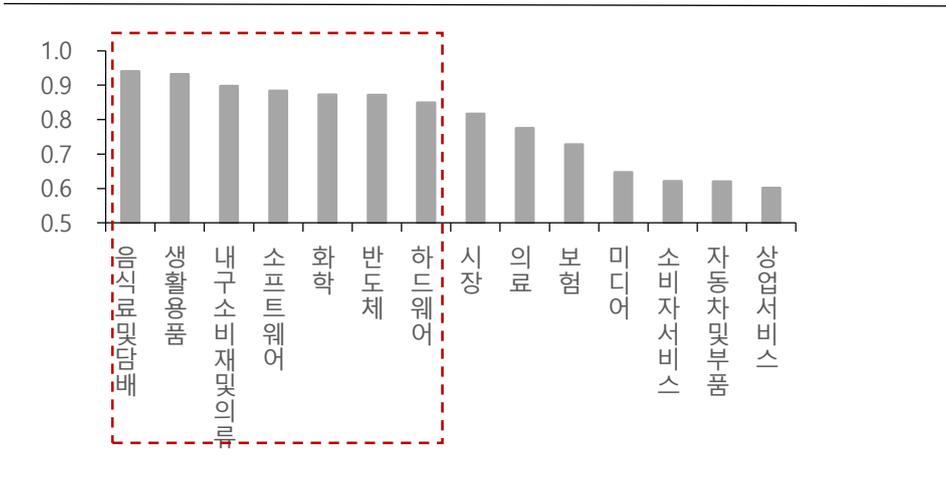
<그림 4> 당대회 당해연도 중 중국 신용자극 지수



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

- 한편 과거 당대회 당해연도 중 전인대(3 월)부터 당대회(11 월) 기간 중 신용자극지수와 국내 세부업종 주가와의 상관계수 분석을 실시했음. 그 결과 신용자극 지수의 움직임과 높은 상관성을 나타냈던 국내 세부업종은 <음식료및담배, 생활용품, 내구소비재및의류, 소프트웨어, 화학, 반도체, 하드웨어> 순서임
- 상관성 높은 순서상 경기방어 업종이 다수 포함된 점을 감안하면 현 국면 및 중국 부양기조 본격화 시에는 유용한 대안이 될 것으로 판단함

<그림 5> 중국 당대회 연도, 신용자극 지수와 세부업종 주가와의 상관계수



자료: Dataguide, 리딩투자증권

주: 2007 년, 2012 년, 2017 년 3~11 월 중의 상관계수 분석임

IV. 결론

- ▷ 중국 변수의 2 분기 부진은 불가피하나, 중국증시의 역사적 밸류에이션 후퇴로 일정부분 반영
- ▷ 코로나 확진자수 피크아웃이 대략 1.5~2 개월 소요된 점 고려 시 5 월 선별적 봉쇄완화 예상
- ▷ 중국 경제변수는 2 분기 저점 이후 3~4 분기의 완만한 회복 가능성
- ▷ 금년은 당대회 당해연도로서 경기관리에 대한 정치적인 필요성은 매우 큼
- ▷ 신용자극 지수와 높은 상관성 업종: 음식료및담배, 생활용품, 내구소비재및의류 순서임

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.