Strategy Idea

▲ 경제분석
Analyst 이승훈
02. 6098-6619
seunghoon.lee@meritz.co.kr

글로벌 리스크 요인 점검: G-2를 중심으로

- ✓ 경기우려 아님: Economic surprise index (+) 유지, Macro risk index도 임계치 이하
- ✓ Risk-off 본격화 아님: JPM EMBI spread, HY spread 모두 안정적
- ✓ 미국 상업용 부동산은 과열권 아님. 소비자신용도 일부 연체율 상승 외 위험징후 크지 않음
- ✓ 중국 외환시장 안정은 시스템 리스크 부각되지 않았을 가능성 시사. 더욱이, 회사채 부도/부동산 규제는 새로운 것이 아님. 다만, 1) 거시건전성 규제강화 과정에서 디폴트 빈번해질 수 있다는 점, 2) 그림자금융 규제 과정에서의 신용경색 발생위험은 꾸준히 예의주시 필요. 부동산 관련 리스크는 낮다는 판단

증시 조정: 혹시 우리가 놓치고 있는 리스크가 있지 않을까?

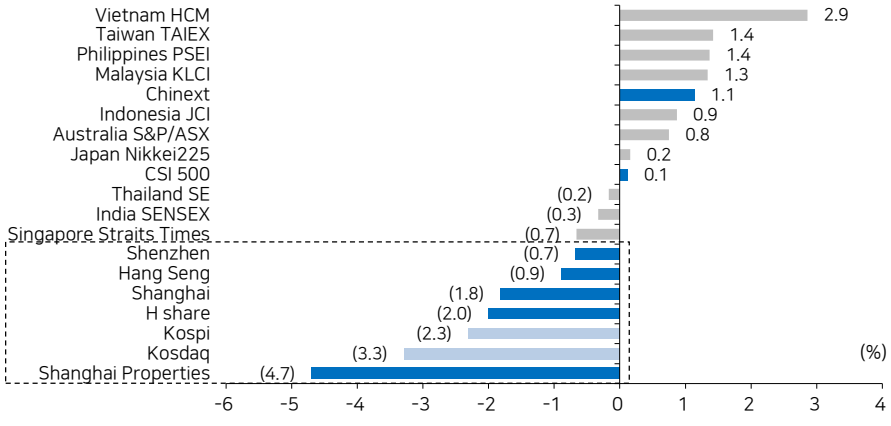
7일 증시 조정은 중국, 한국에 국한된 문제이지만…

6일 미국 주가지수 상승에도 불구하고 7일 국내 증시는 반등에 실패했다. 7일 아시아 시장 전반의 움직임을 보았을 때, 어제의 조정은 중국과 한국에 국한된 이슈였던 것으로 보인다. 특히 중국 상해 부동산 지수가 전일대비 5% 가까이 하락하면서 중국 증시 조정을 견인하였고, 한국에서는 이와 맞물려 중국 관련주의 부진이 심화되기도 했다.

…2월 초부터 시작된 증시 조정의 연장선상에 있을 가능성이 존재. 따라서 글로벌 리스크 점검 필요

비록 어제의 조정이 국지적인 문제일 수 있지만, 2월 초부터 시작된 전세계 증시의 조정/변동성 확대의 연장선상에 있을 개연성이 존재한다는 점에서, 글로벌 전반의 리스크 요인들을 점검하지 않을 수 없다.

그림1 **2월 7일 아시아 증시 성과 도해**



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

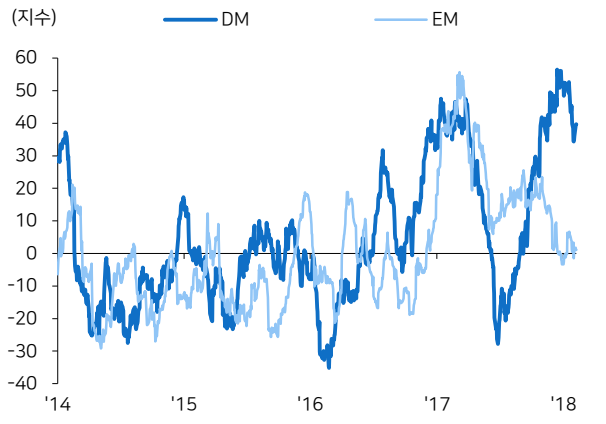
본고에서 짚어 볼 내용은 다음과 같다: ① 글로벌 경기에 대한 우려인가? ②금융시장 risk-off 본격화인가? ③ 금리급등이라는 이벤트 외에 해묵은 미국의 위험요인이 부각되는 것인가? ④ 2월 들어 부각된 중국의 뉴스들은 진정한 위험인가?

1. 글로벌 경기에 대한 우려인가?

글로벌 경기에 대한 우려는 아님 매크로 리스크 지표도 임계치 이하

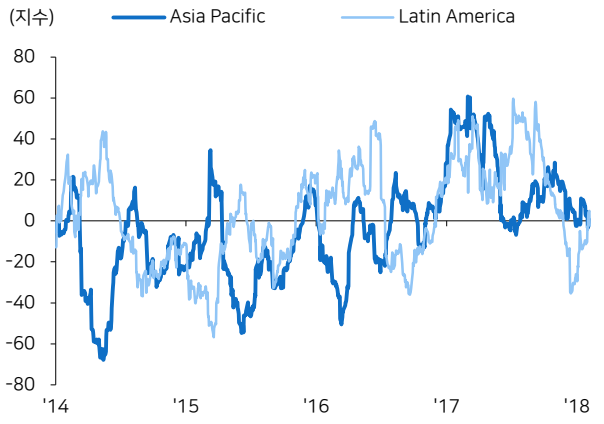
Citigroup의 Global economic surprise index는 최근일 기준 24로, 양(+)의 영역에서 횡보하고 있어, 대체로 발표되는 지표가 시장의 기대를 상회하고 있음을 보여 주고 있다. 지역별로 온도차는 있으나, DM과 EM의 서프라이즈 인덱스가 공히 양(+)의 영역에서 머물고 있으며, 그간 부진했던 중남미 인덱스도 (-) 폭을 줄여 나가고 있다. Citi Macro Risk Index가 2월 5일 2년래 최고치인 0.61까지 급등하였으나, 미국 증시의 반등과 함께 6일에는 0.49로 내려 왔다. 5일에 기록한 0.6 내외의 수준은 위기 이전 호황기(2004~07년)에도 간헐적으로 기록했던 수준이었다. 동 지표가 0.6을 추세적으로 상회한다면 매크로 리스크 현실화로 간주할 수 있겠으나, 아직 그러할 단계는 아니라는 판단이다.

그림2 Econ surprise index: DM vs EM



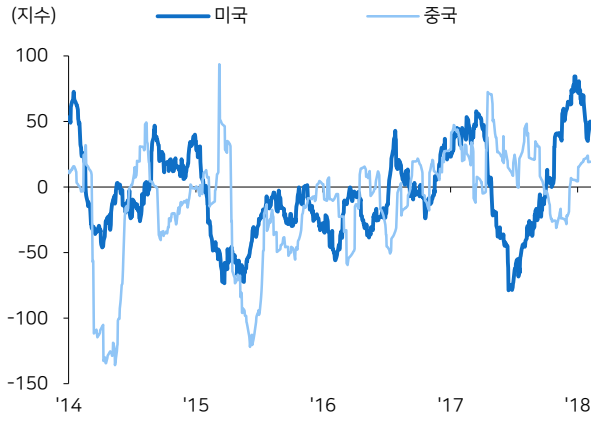
자료: Citigroup, Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 Econ surprise index: APAC vs Latin America



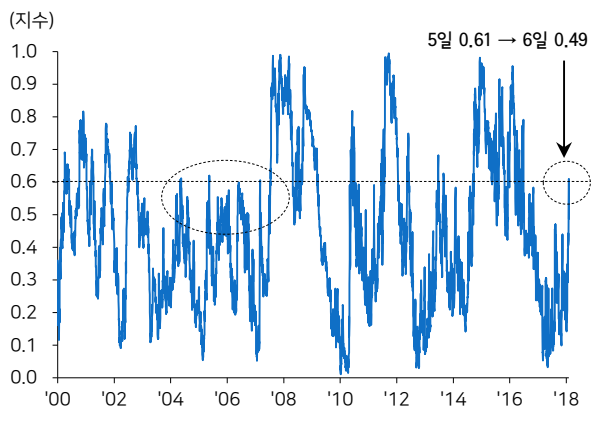
자료: Citigroup, Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 Econ surprise index: US vs China



자료: Citigroup, Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 Citi Macro Risk Index



자료: Citigroup, Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

2. Global risk-off 본격화인가?

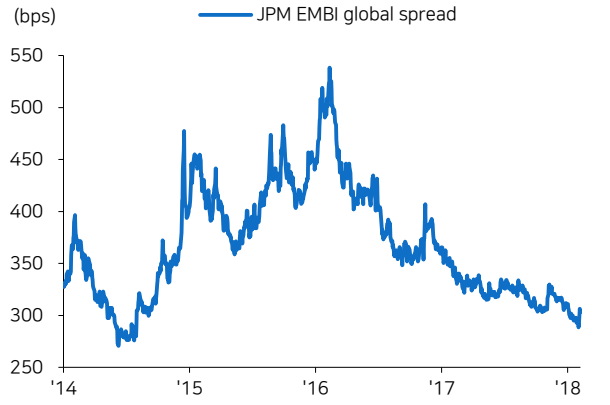
EMBI spread, HY spread 모두 안정적. 미 정크본드 스프레드는 오히려 하락

Global risk-off의 본격화 징후도 아직은 보이지 않는다. 미국과 신흥국 채권 간의 스프레드를 보여 주는 JPMorgan EMBI global spread는 307bp로 작년 말 수준 마저 밑돌고 있다. 6일 미국 하이일드 스프레드가 331bp로 반등했으나, 여전히 2017년 이후의 박스권인 290~360bp 범위 내에 있다. 정크본드(BBB 등급 회사채) 스프레드는 글로벌 증시 조정 과정에서도 오히려 축소되었다.

주요국 CDS 프리미엄도 안정적. 중국 프리미엄 상승은 우려스럽지만 절대 레벨 낮아

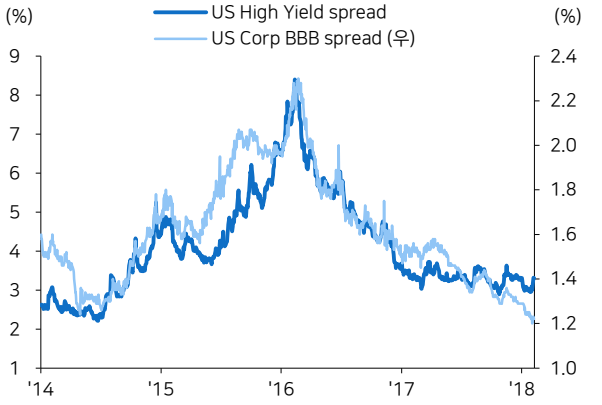
주요국의 CDS프리미엄도 안정적이다. 특히 유로존의 회복으로 그리스 등 남유럽의 CDS가 비교적 빠르게 하락 중이다. 연초 이후 중국의 CDS프리미엄이 10bp 정도 상승한 점이 다소 우려스럽지만, 절대값이 60bp로 금융위기 이후 저점 수준에 머물고 있어 리스크 현실화로 보기 어렵다. 주요 선진국들의 3개월물 리보 금리도 3개월 후의 정책금리 전망치에서 벗어나 있지 않다. 글로벌 크레딧 리스크나 거래상대방 위험(counter-party risk)이 표면화되고 있다고 보기도 어렵다.

그림6 JPM EMBI spread (2014~)



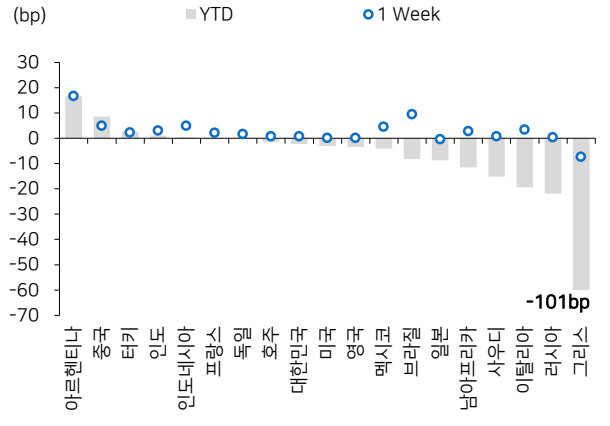
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림7 미국 하이일드/BBB등급 회사채 스프레드 (2014~)



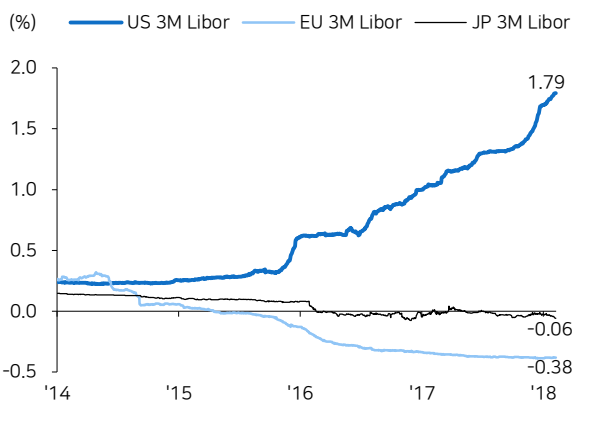
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림8 주요국의 CDS 프리미엄 변화 (연초 이후)



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림9 주요 선진국의 3개월 LIBOR 금리



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

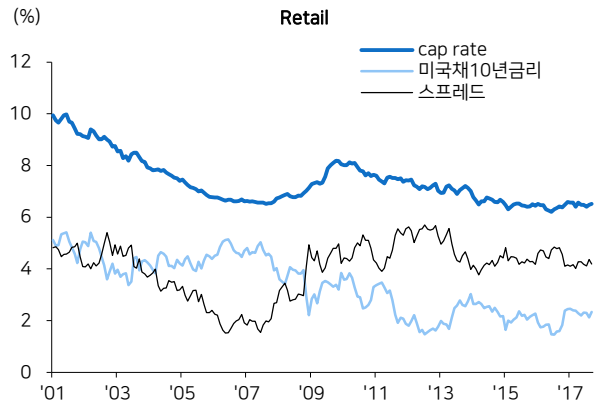
3. US risk: 상업용 부동산과 소비자신용 위험이 부각되고 있는가?

상업용 부동산, 아직 과열 단계는 아님. 최근 미 국채 금리급등 감안해도 cap rate spread 는 역사적 평균+1sd 이내

미국 시중금리 급등이라는 이벤트 외에 해묵은 1) 상업용 부동산이나 2) 소비자 신용 위험 부각 여부도 모니터링 대상이다. Real Capital Analytics에 따르면, 창고업과 소매업의 상업용 부동산 수익률을 나타내는 Cap rate(임대수익/Asset value)는 12월 말 각각 6.38%과 6.59%이며, 무위험수익률(미 국채 10년)과의 차이인 Cap rate spread는 3.97%과 4.19%로 역사적 평균의 1표준편차(창고업 3.43%, 소매업 2.99%) 이내 수준에 있다. 연초 이후 미 국채금리가 빠르게 상승하면서 cap rate이 유지되더라도 그 스프레드가 더욱 축소될 위험이 부각될 수 있다. 다행히 최근일 금리 2.80%를 적용해도 스프레드는 각각 3.79%와 3.58%로 통상적 변동범위 내에 있는 것으로 추정된다.

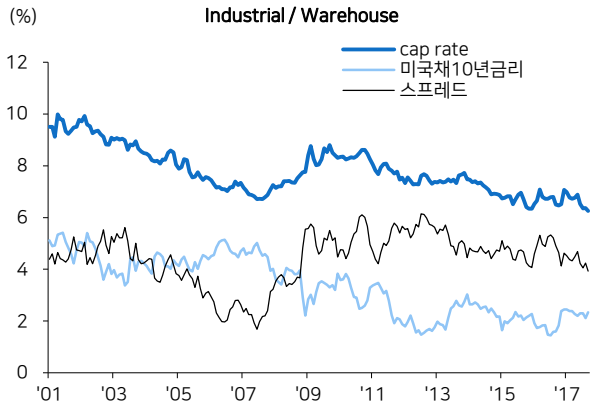
데이터 발표가 늦다는 한계가 있지만 가장 최근 데이터인 작년 3분기를 기준으로 상업용 부동산의 연체율/상각률이 역사적 저점 수준에 머물러 있었다. 동원 가능한 정보집합을 고려해 볼 때, 아직은 상업용 부동산의 리스크 표면화 가능성이 낮다는 판단이다.

그림10 상업용 부동산 Cap rate spread (1)



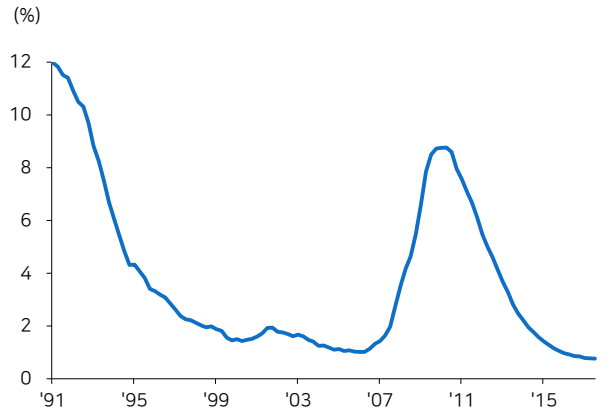
자료: Real Capital Analytics, Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림11 상업용 부동산 Cap rate spread (2)



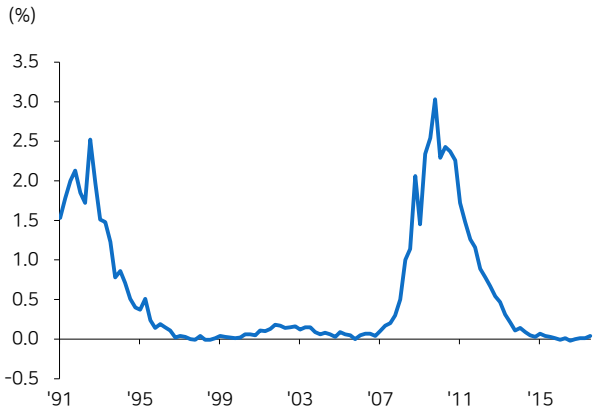
자료: Real Capital Analytics, Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림12 미국 상업은행의 상업용 부동산 연체율



자료: Federal Reserve, 메리츠종금증권 리서치센터

그림13 미국 상업은행의 상업용 부동산 상각률(Charge-off)



자료: Federal Reserve, 메리츠종금증권 리서치센터

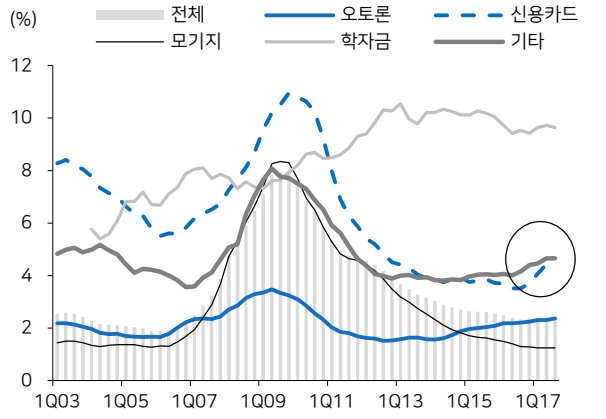
소비자신용, 일부 대출 연체율 상승은 우려스러우나 개인 압류/파산건수는 하향 안정화

소비자신용과 관련한 우려는 1) 금융위기 이후 학자금 대출 연체율이 10%대에서 머물고 있는 가운데, 2) 최근 들어 신용카드(3Q17: 4.60%)와 오토론(2.36%)의 90일 이상 연체율이 높아지고 있다는 점일 것(각각 8년, 5년래 최고치)이다. 90일 이상 심각한 연체가 늘고 있는 것은 분명 우려할 요인이지만, 다행히 소비자 신규 압류 및 파산건수가 지속적으로 하향 안정화되고 있다. 한편, 모기지나 오토론의 신규취급에 있어서도 위기 이전 대비 높은 신용점수를 보유한 자들의 비중이 늘고 있음은 여신 건전성이 제고되었다는 것을 의미한다.

소비자신용 리스크 현실화보다는 re-leveraging cycle 에 주목

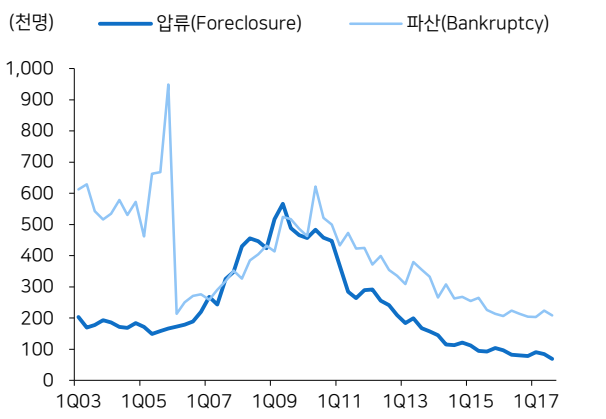
연체율 동향은 향후에도 예의주시할 요인임에는 분명하다. 그러나 아직 소비자신용과 관련한 위험이 현실화되고 있다고 단정 지을 단계는 아니라고 본다. 오히려 미국의 1) 낮은 저축률(11월: 2.9%)과 2) 자산가격 상승, 3) 경기전망 개선이 소비자들의 리레버리징을 추동하고 있다는 점에 초점을 둘 때라고 생각한다.

그림14 90일 이상 심각한 연체 상태로의 전환 비율



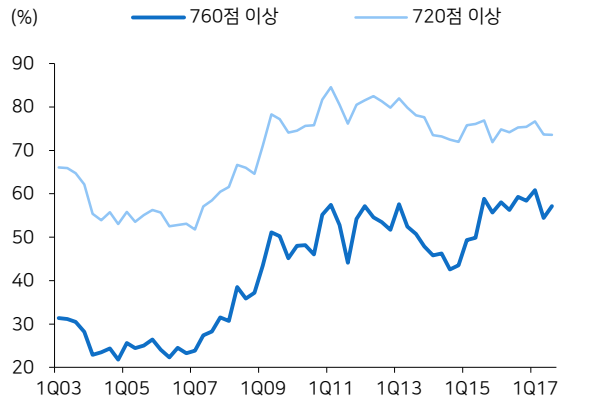
자료: FRBNY, "Quarterly Report on Household Debt and Credit" (3Q17)

그림15 소비자 신규 압류 및 파산건수



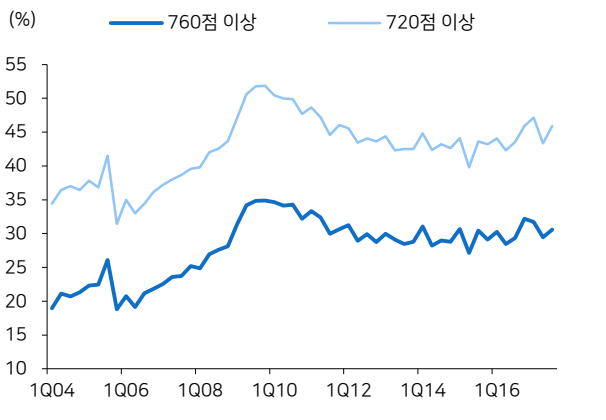
자료: FRBNY, "Quarterly Report on Household Debt and Credit" (3Q17)

그림16 상위 신용등급 보유자의 모기지 취급 비중



자료: FRBNY, "Quarterly Report on Household Debt and Credit" (3Q17)

그림17 상위 신용등급 보유자의 오토론 취급 비중



자료: FRBNY, "Quarterly Report on Household Debt and Credit" (3Q17)

4. 2월 들어 부각된 중국의 뉴스들은 진정한 위험인가?

2월 중 부각된 리스크: 회사채 디폴트 + 부동산 규제강화

이제 중국의 위험을 살펴볼 차례다. 2월 이후 중국 증시 조정 과정에서 불거진 사항으로는 1) 산시국제 전력 회사채 부도(2월 6일, 1.8억 위안), 2) 광저우 지역에 대한 주택구매대출 금리인상(4대 국유상업은행, 2월 1일~), 3) 2018년 인민은행 공작회의(2월 5~6일)를 들 수 있다.

1) 회사채 부도는 새로운 것이 아니나, 정크본드 credit spread 급등으로 디폴트 빈번해 질 가능성은 지속 유의 필요

먼저, 회사채 부도는 새로운 것이 아니다. 2015년 이후 보도된 디폴트 사례만 50건이 넘으며, 10억 위안 이상의 디폴트만 20여건에 달한다. 규모 면에서 이번 부도는 비교적 경미한 수준이다. 그러나 경계해야 할 것은, 11월 17일 중국 금융감독기관/인민은행이 자산관리상품 리스크 관리 강화 방안[1]을 발표한 이후 제2금융권의 신용에 의존해 온 한계기업 위험이 크게 부각되었다는 것이다. 조치 발표 이후 중국 정크본드 credit spread는 100bp 확대되면서 취약 기업의 이자부담이 가중됨을 시사하였다. 향후 빈번한 디폴트가 발생할 가능성에 대비해야 한다.

표1 중국 주요 회사채 디폴트 사례

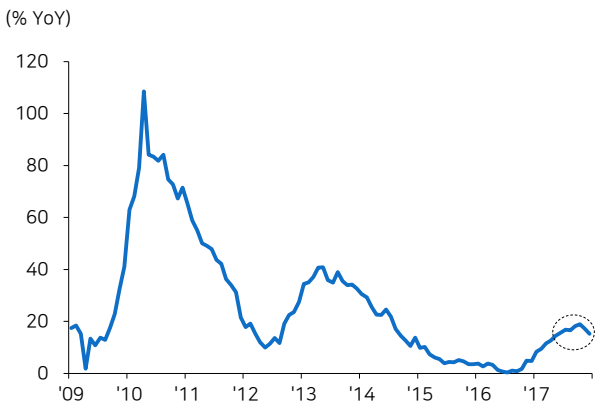
연도	회사채 디폴트 사례
2015	주하이 중루(5월, 12억 위안), 바오딩톈웨이 그룹(5월/10월, 32억)
2016	윈펑그룹(1월, 30억), 바오딩톈웨이 그룹(2~5월, 49억), 산시화위에너지(4월, 6.4억), 중국철도물자(4월, 168억), 동베이철강그룹(3~5/9월, 51억), 스촨석탄공업(6월, 10억) 보하이철강(3월, 1920억-딤섬본드 미상환)
2017	후이산유업(3월, 120억), 산동치싱(3월, 72억), 산동톈신(3월, 164억) 화셩지앙추안그룹(3월, 30억), 중국도시건설공사(5월/8월, 33억) 다롄기술공사(5월, 12월), 오양건설(8월, 14억), 단동항(10월, 19억)
2018	쓰촨석탄공업(1월, 5억), 산시국제전력(2월, 1.8억)

주: 2015~17년은 규모 10억 위안 이상만을 열거 자료: Reuters, 중국금융계, 메리츠종금증권 리서치센터

그림18 비우량 회사채 스프레드 (국채대비, 5년물 기준)

자료: Chinabond, Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림19 총사회융자 내 그림자금융 잔액 증가율



주: 위탁대출, 신탁대출, 기업어음인수의 합 자료: 중국인민은행

[1] 주요 내용으로는 1) 만기가 부여된 자산관리상품은 그 만기를 90 일 이상으로 하며, 만기가 길수록 낮은 취급수수료를 부과할 것, 2) 레버리지 비율(자산총액/순자산총액)은 공모와 사모 각각 140%와 200%를 넘지 않을 것, 3) 자산관리상품끼리의 상호 투자 금지 등. 취지는 1) 금융리스크 완화, 2) 소형은행 위험관리. 3) 원금보장형 자산관리상품 취급/판매의 사실상 금지. 2019 년 6 월말까지 유예기간 두며, 미이행시에는 지준율 인상 등 은행에 페널티 부여

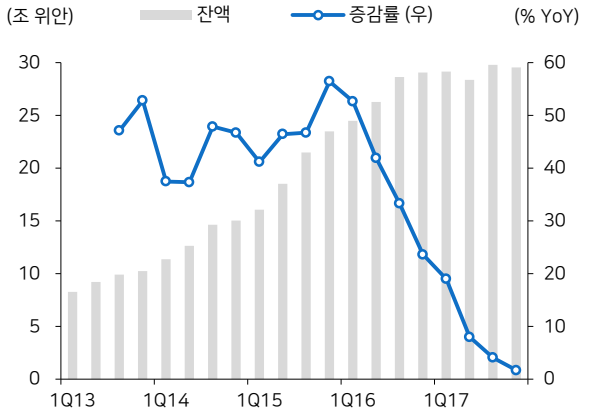
거시건전성 측면에서는 바람직한 방향. 인민은행의 리스크 관리강화 언급도 새로운 것이 아님

물론 거시경제의 건전성 측면으로 보면 바람직한 방향이다. 실제, 11월 17일 조치 발표 이후 자산관리상품 발행잔액이 줄었고, 은행들의 그림자금융(기업어음인수, 신탁/위탁대출) 취급이 주춤하는 등 규제의 순기능이 초기부터 나타나고 있다는 점은 긍정적이다. 여기에 더해, 1월 6일 은감회는 위탁대출 자금원에 대한 시중은행의 조사의무 부과를 골자로 하는 위탁대출 표준화 규정을 발표하였다. 취지는 위탁대출로 공여된 자금이 정부가 금리한 산업의 생산/운영에 사용되거나 채권/선물/금융파생/자산관리상품에 투자되는 것을 금지하기 위해서였다. 이러한 취지는 중국인민은행 2018년 공작회의 주요 내용인 "금융리스크 관리강화" 라는 문구에 부합하는 것들이다.

향후 회사채 부도 및 그림자금융 규제강화 과정에서 신용경색 발생하지 않는지 예의주시 필요

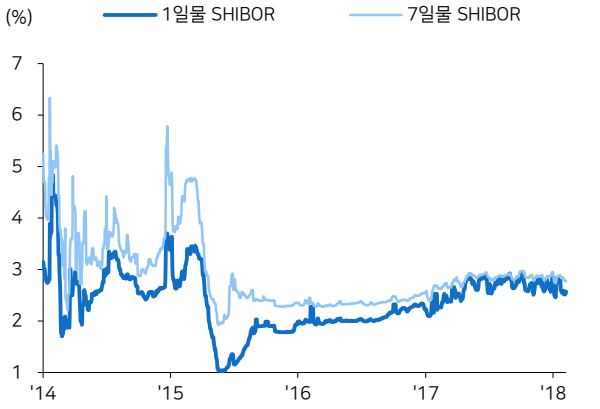
이상의 조치들은 한계기업으로의 자금흐름을 더욱 어렵게 하여 궁극적으로 이들 기업의 부도위험을 가중시킬 것이다. 따라서 때때로 금융시장의 리스크 요인으로 작용할 수 있다는 점을 유의할 필요가 있다. 특히, 이 과정에서 2014년 그림자금융 규제강화와 유사한 신용경색이 발생하는 지 여부를 예의주시해야 한다. SHIBOR 금리가 3%를 밑도는 수준에서 안정적인 흐름을 유지하고 있다는 것은 아직 당면한 위험이 크지 않음을 보여 주고 있다.

그림20 자산관리상품 발행잔액 및 증감률



자료: 중국 은행연합회, 중국 중앙청산소, 메리츠종금증권 리서치센터

그림21 SHIBOR 금리 추이



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

2) 1급지 구매대출 금리 인상도 새로운 것이 아님

다음으로, 부동산 규제를 살펴 본다. 광저우의 개인주택대출 금리인상 조치는 7일 부동산 기업주가의 큰 폭 조정을 유발할 정도의 것이 아니라는 판단이다. 이미 연초 이후 주요 1급지와 일부 과열이 존재하는 2급지에서 주택대출 금리가 인상되었다. 광저우와 동일하게 타 지역에서도 적게는 5%에서 많게는 20%의 할증이 적용되었다(예: 기존 금리가 4%이면 20% 할증시 4.8%).

중국의 부동산 정책이 지역별로 차별화되어 있다는 점에 유의

구별해야 할 것은, 중국 정부의 부동산 정책기조가 큰 틀에서는 변함이 없다는 것이다. 즉, 1) 항구적인 가격 안정을 위해 일부 1~2급지에 대한 대출/행정규제와 주택공급(2018년에는 임대주택 주력)을 강화하는 한편, 2) 3급지의 경우 기존 구매유도 정책을 유지하고 있다. 이는 수 년전부터 추진해 온 주택시장의 공급측 개혁 목표인 주택재고 소진이 만족할 만한 수준에 도달하지 못했다는 점과도 연관된다. 중국의 주택재고(준공 후 미분양) 면적은 2017년 말 3.01억 평방미터로 정점이었던 2016년 1월에 비해서는 35% 감소한 것이나, 재고가 급등하기 시작한 2011년 말 수준까지는 40%의 추가 소진이 필요하다. 재고가 대부분 3~4급지에 밀집되어 있음을 감안할 때, 전국적인 규제 적용은 시기상조라는 판단이다.

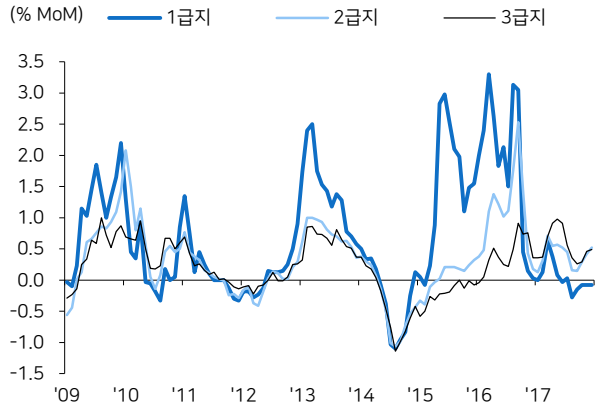
한편, 과열지구라 하더라도 일부 도시(난징, 광저우, 란저우, 톈진, 칭다오 등)에서 고학력자와 전문인력에 대해 외지인 구매제한을 완화 적용하는 경우도 발생하고 있다. 정책당국의 fine-tuning이 가미된 조치라는 판단이다.

표2 2018년 초 이후 주택시장 규제 내용 요약

구분		내용
개인주택대출	1급지	광저우: 4대 은행(1주택 5%→10%, 2주택 15%), 기타 은행(5~15%)
		베이징: 4대 은행(1주택 5%)
		상하이: 광발/흥업/민생은행(1주택 10%, 2주택 10~20%)
		선전: 13개 은행 (10%), 2개 은행 (15%), 2개 은행 (20%)
	일부 과열	우한: 10~20%
	2급지	난징: 4대 은행(1주택 15%, 2주택 20%)
개발업 대출	부동산개발업 대출규제 vs 임대주택 신용공여 여력 확대	
	- 부동산개발업 대출에 대한 본사 승인 엄격	
	- 17년 10월말 건설/중국/공상은행 주택임대대출 확대.	
	- 4대 은행 등은 1조위안 신용공여를 제공하기 위해 30개 성과 임대시장발전 전략제휴 체결	
	이는 중앙경제공작회의에서 임대시장 활성화를 위한 다양한 공급채널 도입을 제시한 것과 부합	

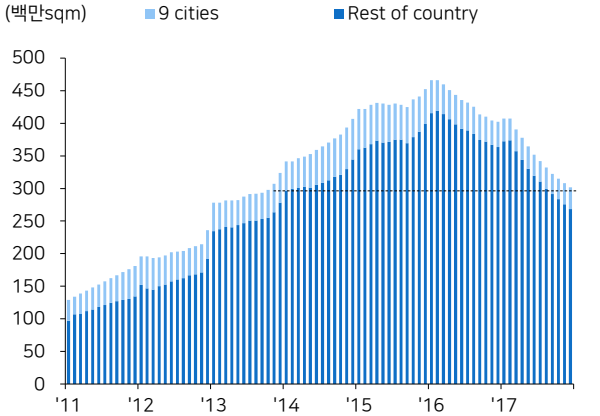
자료: 중국증권망, 신화망 등 현지언론 보도, 메리츠종금증권 리서치센터

그림22 지역별 신규주택가격 변화율



자료: 중국 국가 통계국, Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림23 중국 주택재고 면적 (준공후 미분양 주택면적)



자료: CREIS, Bloomberg, 중국 국가 통계국, 메리츠종금증권 리서치센터

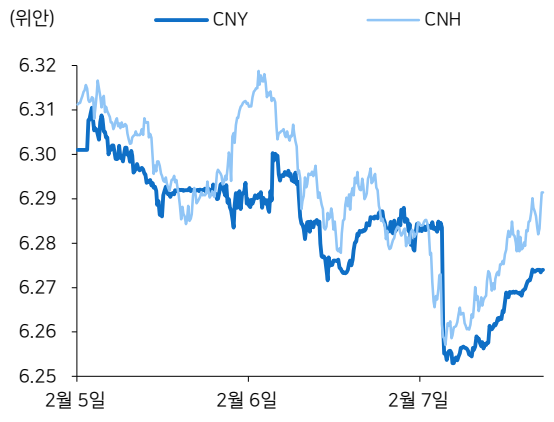
만약 중국 경제의 시스템 리스크 높아지고 있다면 외환시장이 반영했을 것이나, 위안화는 연초 이후 꾸준히 강세

만약 전술한 내용들이 중국경제에 의미 있는 위험요인으로 인식되었다면 우선적으로 외환시장이 반응했을 것으로 본다. 그런데 공교롭게도 이번 조정을 거치는 통한 위안화는 견조하게 강세 추세를 유지했다. 2월 7일 밤 이후의 역내외 위안화 약세 시현이 우려스러울 수 있겠으나, 이는 중국 위험을 반영한 결과라기보다는 달러화 지수 상승(장중 90 상회)의 영향인 것으로 판단한다.

당면한 매크로 위험 크지 않고, 자본수지 흑자 기조 이어진다면 위안화의 추가 절상 가능성도 배제할 수 없음

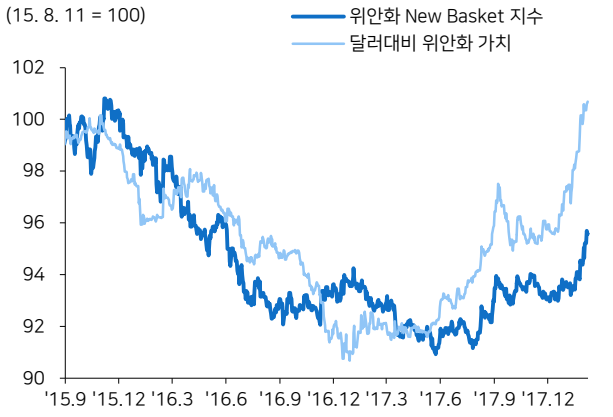
연초 이후 중국 위안화의 강세는 주로 미국 달러화의 급격한 약세에서 비롯된 것이지만, 또 한편으로는 1) 중국 경제에 대한 낙관론 확산(2017년 GDP 6.9%, IMF 등 전망기관의 2018년 전망치 상향)과 2) 중국의 자본규제 강화(해외 현금 인출 한도 인당 10만 위안으로 제한, 해외투자를 위장한 부당한 자본이전 및 비이성적인 해외투자 규제 등), 그리고 3) 주식/채권시장 개방 확대를 통한 외국인 자본의 유치라는 중국 고유의 요인으로부터 기인한 것이기도 하다. 중국의 1) 당면한 매크로 위험이 크지 않을 것이라는 기대가 이어지는 가운데, 2) 자본규제-외국인 투자 확대라는 조합을 통한 자본수지 흑자 흐름이 이어질 경우, 오히려 위안화가 현재 수준 이상으로 추가 절상될 가능성을 열어두어야 할 것으로 판단한다.

그림24 중국 위안화 역내외 환율 (최근 3일)



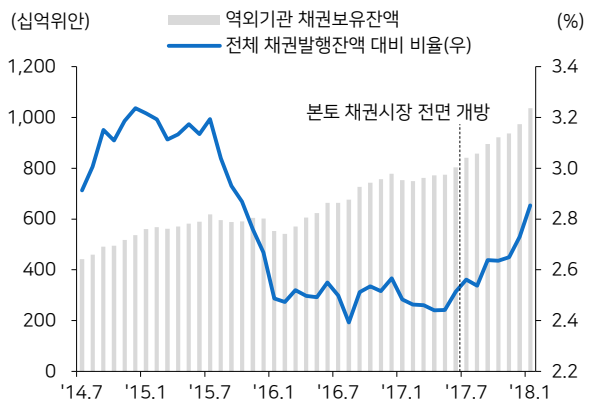
자료: Bloomberg, 메리츠종금 리서치센터

그림25 달러대비 위안화 가치 vs 위안화 통화바스켓



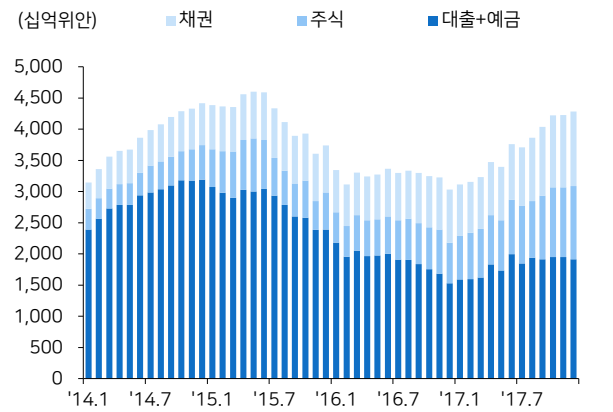
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림26 역외기관의 중국 채권 보유잔액 및 비율



자료: 중국 중앙청산소(CCDC), 메리츠종금증권 리서치센터

그림27 외국인 투자자의 위안화 표시 자산보유액



자료: 중국인민은행, 메리츠종금증권 리서치센터

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 2월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 2월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 2월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이승훈)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.