

Strategy Idea



글로벌 투자전략 - 신흥국

Analyst 최설화

02. 6454-4883

xuehua.cui@meritz.co.kr

미중관계, 테일 리스크 완화될까?

- ✓ 트럼프 2기 행정부 개막, 1기 때와 달리 중국이 관계 개선에 선제적으로 움직임
- ✓ 마러라고 합의: 중국이 적극 참여할 가능성은 아직 낮다는 판단
- ✓ 트럼프 취임 100일이 관건, 중국정부 부양 대책에 중국증시 하방 경직성 확보

1기보다 빨라진 트럼프-시진핑 회동

트럼프-시진핑 회동, 1기보다 빨라

트럼프 1기 행정부에 비해 미중 양국 정상 회동이 빨라지고 있다. 트럼프 대통령과 시진핑 주석은 1월 17일에 통화를 했고, 트럼프 대통령은 취임 후 첫 100일 이내에 중국을 방문하고 싶다는 뜻을 참모들에게 밝혔다. 1기 당시 두 정상의 첫 통화가 취임 21일 만에 이루어졌고, 트럼프 대통령의 중국 방문이 2017년 11월에 이루어진 것 대비 각각 23일, 192일 앞당겨졌다<표 1>.

17일 통화에 대해 두 정상은 모두 긍정적으로 평가했다. 트럼프 당선인은 "중국과 미국 모두에 매우 좋은 대화였고, 우리가 함께 많은 문제를 해결할 수 있을 거라는 게 나의 기대"라고 밝혔다. 중국도 "우리 모두 서로의 상호작용을 고도로 중시하고 중미관계가 미국 대통령 새 임기에서 새로운 출발점에서 더 큰 진전을 얻도록 추진할 용의가 있다"고 밝혔다.

틱톡 금지법도 시행기간 연장

또한 트럼프 대통령 당선인은 트루스소셜을 통해 틱톡 금지법 시행을 연기하는 행정명령을 취임 첫 날 내겠다고 말했고, 동시에 틱톡의 50% 소유권을 얻어야 한다는 협상 의지도 드러냈다.

우려 대비 미중관계가 처음부터 극단적 상황으로 치닫지 않으며 20일 위안화 환율은 달러 당 7.32위안까지 하락(절상)했고 홍콩증시도 2% 전후 상승했다.

표1 1기보다 빨라진 트럼프 - 시진핑 두 정상 회동

	1기	2기	단축기간
취임식	2017-01-20	2025-01-20	
시진핑-트럼프 통화	2017-02-09	2025-01-17	-23D
시진핑 미국 방문	2017-04-06	"취임 100일 이내 (~25년 4월 30일)"	-
트럼프 중국 방문	2017-11-08		-D192

자료: 중국 신화사, WSJ, 메리츠증권 리서치센터

중국, 트럼프 1기와 달리 선제적 관계 개선 움직임

트럼프 1기에 비해 중국도
미국과 선제적 관계 개선 움직임

지난 트럼프 1기 행정부 당시에 비해, 이번 트럼프 2기의 개막을 앞두고 흥미로운 점은 중국이 미국과의 관계 개선을 위해 선제적으로 움직이고 있다는 것이다.

1) 인민일보 양국 소통 의지 피력

중국은 지난 12월부터 공산당 기관지인 인민일보에 미중관계에 관한 기사를 많이 실었다. 주요 내용은 "관세나 기술 전쟁에서 승자가 없을 것이기에 대화를 유지하고 싶다"이다. 또한 "양국과 세계를 위해 책임감 있는 행동을 촉구하며 중국-미국 협력이라는 케이크가 '더 커질 수' 있다"고 강조하면서 대화로 문제를 해결하려는 의지를 밝혔다.

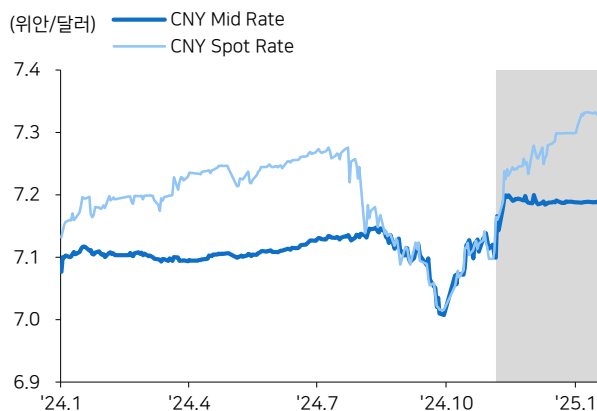
2) 취임식 고위급 파견 첫 사례

또한 이번 트럼프 대통령 당선인의 취임식에 한정 국가 부주석을 보냈다. 외국 대통령의 취임식에 특사를 참석시키는 것은 중국의 외교 관행에 부합하지만, 미국 대통령 취임식에 부주석 레벨의 고위 지도자가 참석하는 것은 이번이 처음이다. 이는 미국과의 관계를 안정시키는 데 중점을 두려는 의지를 반영했다고 본다.

3) 위안화 약세 방어

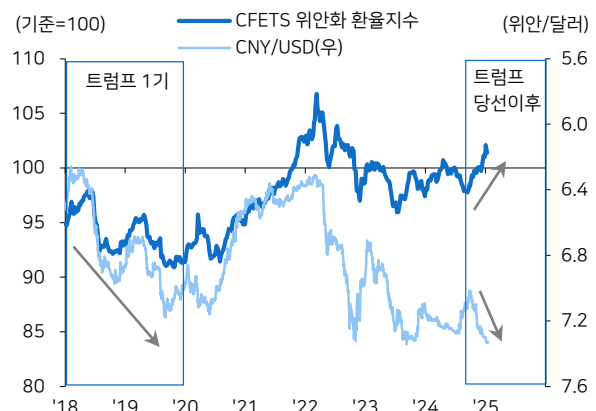
매크로 측면에서 가장 뚜렷한 현상은 위안화의 약세 속도 조절이다. 작년 11월 트럼프가 당선된 이후 위안화도 강달러에 달러 당 7.3위안까지 상승(절하)했다. 다만 정책 의도를 반영하는 위안화 고시환율은 Spot 환율의 꾸준한 절하에도 불구하고, 7.18위안 수준을 유지했다(그림 1). 또한 기타 통화(CFTES, 중국 외환거래 센터 통화 바스켓)대비해서도 절상 기조를 유지하며 트럼프 1기와 대조적인 모습을 보였다(그림 2). 이는 트럼프 2기 행정부 개막을 앞두고 미리 미국을 자극하지 않으면서 소통 및 협력의 합의점을 찾으려는 의지를 엿볼 수 있다.

그림1 위안화(CNY) 고시환율과 현물환 스프레드 확대



자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림2 위안화 달러대비 약세 vs. CFETS 바스켓 대비 절상



자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

마러라고 합의: 중국의 참여 가능성은 아직 낮아

마러라고 합의 가능성 부각

그렇다고 중국이 '마러라고 합의(Mar-a-Lagao Accord)'에 응할지는 미지수이다. 현재 상황은 중국이 마러라고 합의에 적극 참여할 가능성은 낮아 보인다.

'마러라고 합의'는 트럼프 2기 행정부가 중국에 대해 '달러화 절하-위안화 절상'을 골자로 하는 제2의 '플라자 합의'를 압박하는 시나리오다. 마러라고 리조트는 미국 플로리다주 팜비치에 있는 트럼프 당선인의 자택으로 트럼프가 2019년 시진핑 국가 주석 등 주요 정상들과 회담을 진행한 곳이다. 마러라고 합의는 1985년 미국이 프랑스와 일본 등 주요국 정부와 맺은 달러 가치 절하 협약인 플라자 합의를 빗댄 표현이기도 하다.

트럼프는 미국의 무역 적자 해소를 위한 고율 관세정책에 이어 약달러 정책을 펼칠 것이란 관측이 나온다. 관세 정책만으로 미국의 제조업 부진 추세를 뒤집을 수 없기 때문이다. 백악관 경제자문위원회와 국제통화기금(IMF) 수석 이코노미스트를 지낸 모리스 오프스펠드 교수는 "관세가 무역적자와 제조업 고용을 개선하는 데 실패했을 때 트럼프 행정부는 달러 절하라는 또 다른 전술을 펼칠 것"이라며 "트럼프 정책팀은 이미 마러라고 합의를 진지하게 고민하고 있다"고 밝힌 바 있다.

중국도 관세 도입 방지 위해 일정한 협력 모색 가능

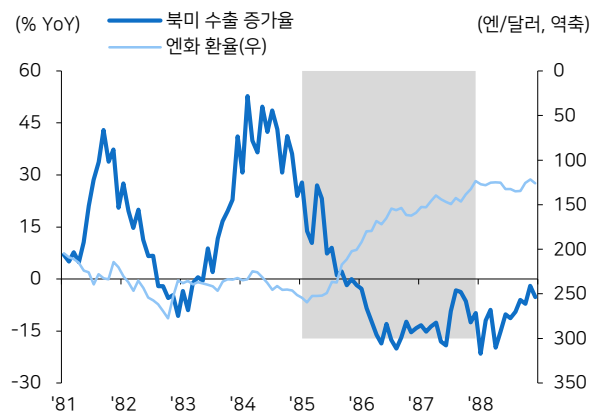
중국도 현재 부동산 침체, 위안화 가치 하락, 외국인투자 이탈 등 경제적 압박에 직면해 있어 트럼프 당선인이 공언한 대중 추가 관세 부과를 막거나 예상보다 약하고 느리게 도입될 수 있도록 지연시킬 필요성은 높다. 이에 트럼프 당선인과 일정 수준의 대화와 협력을 모색할 가능성이 있다.

그림3 플라자합의 후 엔화, 마르크화 각각 62%, 55% 하락



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림4 플라자 합의 이후 엔화 강세, 북미 수출 감소



자료: 일본 재무성, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

단 참여 가능성 낮음

그러나 중국의 입장에서 아래의 3가지 원인으로 일본처럼 '플라자 합의', 즉 위안화의 절상을 적극 받아들이기 쉽지 않아 보인다.

1) 중국 경기, 위안화 절상 수용 어려운 환경

우선, 과거 일본과 현재 중국이 처한 매크로 환경이 다르다. 1985년 플라자 합의 당시 일본 경제는 미국, 유럽 대비 양호했고 전체 수출의 40% 이상이 미국이며 그 비중이 꾸준히 상승했다. 즉 엔화 절상을 받아들일 수 있는 체력이다(그림 5, 6). 그러나 중국은 반대다. 중국의 대미 수출 비중은 '19년 초의 20%에서 14%로 하락했고, 내수 경기도 부동산 침체, 소비 위축으로 부진하다. '24년 5.0%의 실질 성장률에 순수출 기여도가 1.5%나 되는데, 위안화 가치를 절상시킨다면 수출 경기 타격은 불가피하다.

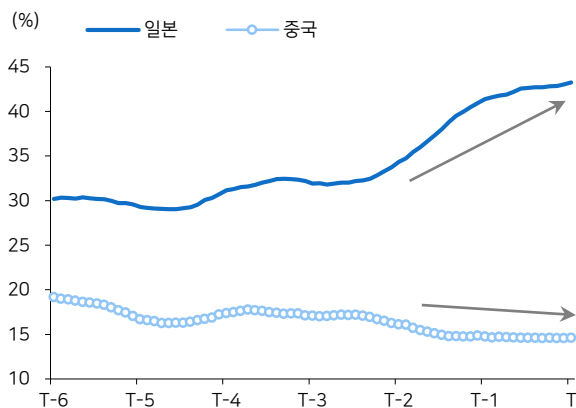
2) 미국에 대한 시각 다름

둘째, 미국에 대한 일본과 중국의 전략적 시각이 다르다. 일본은 제2차 세계대전에서 미국에게 패했던 경험이 있고, 1985년 일본의 대미국 수출 의존도는 40% 이상으로 높아 미국의 보호무역주의가 일본 경제를 고립시킬 수 있다는 불안감이 컸다. 이런 불확실성을 낮추고자 일본은 미국이 제안한 '플라자 합의'를 적극 수용한 것이다. 그러나 중국은 다르다. 자국 내수 시장도 크게 미국향 수출 의존도도 1/5에서 1/7로 하락해 미국의 통화 절상 제안을 선뜻 받아들이기 쉽지 않다. 하물며 플라자 합의 후 일본의 잃어버린 30년을 본 중국 국민들에게 똑 같은 역사를 되풀이해줄 수 없다.

3) 더 많은 참여자로 협상 난이도 높음

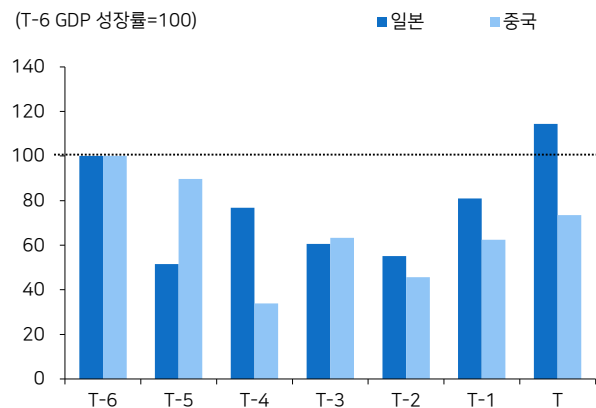
셋째, 미국의 영향력도 과거만큼 강하지 않다. 1985년에 플라자 합의가 가능했던 이유 중 하나는 당시 세계 경제가 미국 주도로 운용되었기 때문이었다. 그러나 현재의 국제 통화 제도 논의는 단순히 G7 혹은 G5 국가로는 어렵고, G20 국가들의 논의가 필요하다. 참여자들이 많아지는 만큼 협력이 쉽지 않다. 따라서 과거와 같은 플라자 합의가 미국의 의도대로 진행되기는 어려울 것으로 예상된다.

그림5 미국 의존도: 일본 상승 vs. 중국 하락



주: T는 1985년 플라자 합의 체결 연도
자료: 일본 재무성, 중국 통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림6 경기 상황: 일본 회복 vs. 중국 둔화



자료: 메리츠증권 리서치센터

미중관계 테일 리스크 완화, 중국증시 하방 경직성 확보

불확실성 존재하나, 테일 리스크
완화 조짐

트럼프 대통령 취임 100일이 관건이다. 미국의 MAGA(미국 우선주의) 정책의 윤곽이 뚜렷해질 것이기 때문이다. 중국을 둘러싼 불확실성도 점차 가시화 될 것이다. 다만 60% 이상의 고율 관세 충격까지 시장이 우려했던 참이라, 그 이상의 제재가 없다면 중국 주식시장에는 테일 리스크 완화에 따른 가격 상승으로 이어질 수 있다. 취임 당일 서명할 불공정 무역 관행 메모에 신규 관세 즉각 부과가 담겨 있지 않다는 소식에 A50 및 항셱지수 선물은 각각 1.1%, 1.6% 상승했다.

3월 전인대에서 중국 적극적인
부양책 피력 예상

물론 중기적으로 미국발 대외 불확실성은 여전하다. 그러나 미국의 대중국 제재가 강할수록 중국도 3월 전인대에서 강한 내수 부양책으로 그 충격을 상쇄하려고 할 것이다. 연초에 발표된 소비재 이구환신 정책 규모도 약 5,000억 위안으로 작년(1,500억 위안)의 3배에 달할 것으로 추산된다. 올해 광의의 재정지출도 GDP의 8.5~9.0%로 코로나가 발생했던 '20년의 8.3%를 상회할 것이다. 주식시장에도 작년년부터 금융기관 자산 담보 스왑프 프로그램(SFISF), 자사주 매입 등 조치를 통해 유동성을 공급하고 있으며, 필요 시 증안펀드도 가동 준비 중이다.

대외 환경개선은 증시 밸류에이션
리레이팅 계기, 3월 전인대까지
전술적 트레이딩 구간

따라서 3월 양회까지 중국 주식시장에 대한 전술적 트레이딩 의견을 제시한다. 미중관계 테일 리스크 완화 조짐 가운데, 3월 5일 전인대까지 중국의 내수 부양책 발표 기대감이 부각될 수 있어 밸류에이션 리레이팅이 될 수 있기 때문이다. 현재 MSCI CHINA 기준 12개월 예상 PER는 9.9배로 지난 5년의 -1 표준편차 수준이고, 해외시장 대비 저평가 되어 있다. 일드갭도 역사적 고점 부근이라 채권대비 주식시장 매력도가 높다.

업종 측면에서 여전히 반도체 국산화 기조로 과창50 지수를 비롯한 기술주를 선호한다. 그러나 미중관계 개선 조짐이 위안화 강세로 연결되면서 그동안 억눌렸던 내수 소비재주의 주가 탄력이 기술주 대비 높을 전망이다. 소비재 관련 ETF로는 미국에 상장된 KWEB을 주목할 필요가 있다.

그림7 MSCI CHINA 12MF PER, -1 표준편차까지 하락



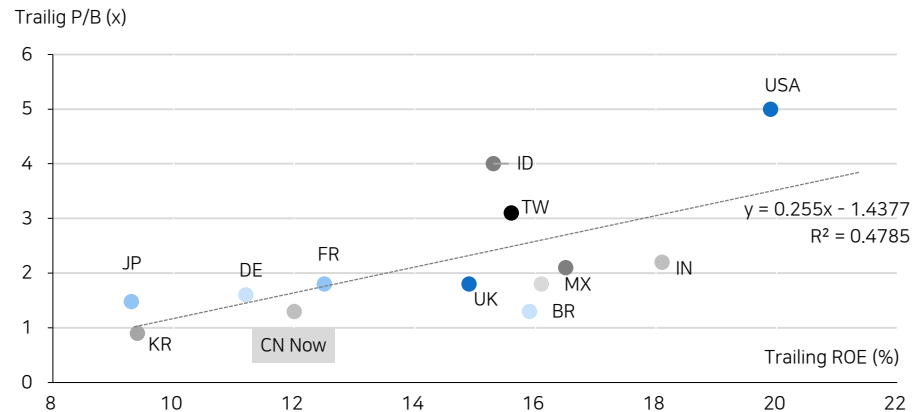
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림8 달러와 홍콩증시 역상관계, 약달러 기술적 반등에 유리



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

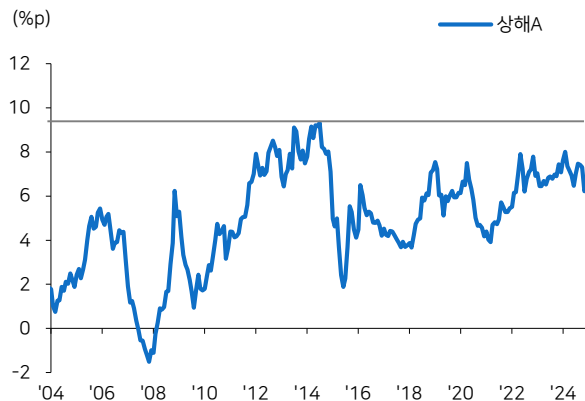
그림9 글로벌 주식시장에서 중국증시 밸류에이션 상대적 저평가



주: 1월 17일 종가 기준

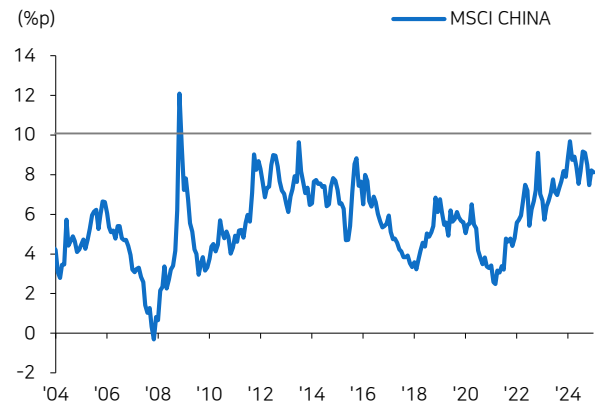
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림10 중국 상해A지수의 일드캡



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림11 MSCI CHINA 지수의 일드캡



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.