

Strategy

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

‘헝다’ 디폴트 리스크의 실체와 금융시장 영향력 판단

글로벌 금융시장을 뒤흔든 에버그란데(헝다그룹) 디폴트 리스크

- 중국 대형 부동산 개발 업체(중국내 2위) 에버그란데(헝다그룹)의 파산 위기가 전세계 금융시장을 뒤흔들었다. 현재 헝다의 부채는 1조 9,700억 위안에 달하는 것으로 알려지고 있다. 만약 헝다그룹의 디폴트가 현실화된다면 일정부분 중국 금융 시장에 시스템적 리스크를 불러올 가능성을 배제할 수 없다.
- 중국의 부동산 버블에 대한 논란 속에 이번 헝다 사태가 빙산의 일각이라는 주장, 부동산 기업들의 연쇄도산 시작일 가능성과 제 2의 리먼 사태, LTCM 사태에 대한 우려의 목소리가 커지고 있다.

헝다의 디폴트 리스크는 올해 하반기 내내 지속되어 온 이슈

트리거는 달러 채권 이자지급 이슈. 연말까지 디폴트 리스크는 지속될 것

- 헝다의 디폴트 리스크는 어제 오늘의 문제가 아니다. 지난 6월 글로벌 신용평가사들의 헝다그룹에 대한 신용등급을 하향조정하면서 디폴트, 구조조정 우려가 확산되어 왔다. 6월 이후 중국 헝다그룹의 주가와 회사채 가격이 급락세를 보여 왔다는 점도 헝다의 유동성 위기가 반영되어 왔다고 볼 수 있다.
- 연휴기간 동안 헝다그룹의 디폴트 리스크가 글로벌 금융시장에 유입된 트리거는 23일 예정된 달러 채권 이자지급 여부이다. 시장에서는 이자지급이 불가능할 것이고, 이로 인해 헝다그룹의 디폴트 선언, 이후 연쇄부도, 시스템 리스크로 확산, 중국을 비롯한 글로벌 경기불안이라는 시나리오가 전개되었다고 볼 수 있다.
- 22일 헝다그룹이 23일 이자지급을 공고하면서 1차 고비는 넘겼다. 하지만, 헝다는 올해 연말까지 5.3억달러에 달하는 달러채권 이자지급이 예정되어 있다. 한 고비를 넘겨도 올해 내내 디폴트 리스크에 노출될 수 밖에 없는 상황이다. 게다가 현재 부채는 1조 9,700억 위안에 달하는 것으로 알려지고 있고, 내년부터 만기 상황이 대거 도래한다는 점을 감안할 때 헝다그룹의 무질서한 디폴트가 현실화된다면 일정부분 중국 금융 시장에 시스템적 리스크를 불러올 가능성도 배제할 수 없다.

부동산 규제 또한 중국 정부의 ‘공동부유’ 정책의 일환이라는 점에 주목

무질서한 디폴트, 시스템 리스크로 확산 가능성은 낮다고 판단

- 헝다의 디폴트 리스크는 기업 자체의 과도한 레버리지, 부실한 부채 관리의 영향에 기인한다. 한편으로는 중국 정부의 강력한 부동산 과열 억제책도 한 몫을 했다고 봐야 한다. 중국 정부는 2021년 공급측 부동산 개혁 정책(3 가지 레드라인, 양대집중)을 단행했다. 이로 인해 부실한 중소형 부동산 기업의 구조조정이 가속화되었다. 문제는 이 과정에서 부동산 대기업 헝다의 디폴트가 기정사실화 되었다는 점이다. 이제 공은 다시 중국 정부로 넘어갔다고 볼 수 있다.

* 다음 페이지에서 계속됩니다

- 필자는 중국의 경제정책 대전환이라고 볼 수 있는 ‘공동부유’ 측면에서 헝다그룹의 디폴트 사태를 바라볼 필요가 있다고 생각한다. 부동산 시장 과열 및 IT투자 붐 등에 따른 경제적 측면의 순작용에도 불구하고 빅테크, 플랫폼 기업 규제 강화와 부동산 개발업체에 대한 강력한 규제정책을 단행한 데에는 빈부격차, 사회적 불만 확대라는 부작용을 완화/해소하려는 중국 정부의 의지가 반영된 것이기 때문이다.
- 시진핑 주석이 중앙재경위(8월 17일)에서 ‘공동부유’를 새로운 정책기조로 제시했다. 이는 과도한 소득을 합리적으로 조정하여 분배를 이루겠다는 목적을 담고 있다. 그 동안의 성장 중심의 중국 경제정책이 대전환점을 맞은 것이다. 이러한 측면에서 과거와 달리 중국 정부가 헝다그룹의 디폴트를 용인할 가능성은 커지고 있다고 본다.
- 한편, 중국 정부가 헝다그룹의 디폴트를 용인한다는 것은 향후 변수에 대해 통제가 가능하다는 의미이기도 하다. 헝다그룹의 디폴트 시 발생할 수 있는 2차 위험, 즉 부동산 기업들의 연쇄도산이나 신용시장 또는 금융시스템 훼손/붕괴 위험을 중국 정부가 제어할 수 있어야만 디폴트를 용인할 수 있다는 의미이다. 따라서 헝다그룹 디폴트가 무질서한 디폴트로 이어지며 중국을 비롯한 글로벌 금융시장 전반의 위기로 전이될 가능성은 낮다고 판단한다. 어쩌면 헝다그룹의 디폴트는 중국 정부의 중국 신용/금융시스템에 대한 자신감의 표현이라고도 볼 수 있다.

헝다 디폴트 리스크를 계기로 중국정부는 더 강력한 경기부양정책을 펼칠 가능성 높아져

- 시진핑의 공동부유가 성공하기 위해서는 규제와 더불어 경기부양정책이 수반되어야 한다. 특히, 강력한 규제로 인한 부정적 영향이 중국 경제에 부담이 될 것이라는 전망이 제기되고 있는 상황에서 더 강력한 경기부양정책을 통해 공동부유의 정책 기조를 강화해 나갈 필요가 있다. 특히, 헝다의 디폴트가 무질서하게 전개될 경우 다수의 국민들에게 피해가 갈 수 있는 상황이라는 점도 중국의 통제력, 강력한 경기부양정책을 기대케 하는 부분이다.
- 게다가 중국은 2022년 2월 동계 올림픽 개최, 가을 최고 지도부 교체를 앞두고 있다. 동계 올림픽의 성공적인 개최와 더불어 공동부유를 선언한지 1년 뒤 맞이하는 정치적 이벤트를 무난하게 지나기 위해서는 경기와 금융시스템 안정이 최우선 과제이다. 중국 정부는 당근과 채찍을 적절히 사용해야 할 것이다. 최근까지 규제 강화라는 채찍질이 많았던 만큼 푸짐한 당근이 뒤따라올 가능성이 높다고 생각한다.

글로벌 위험자산(증시, 경기민감 원자재)의 급락은 심리적 불안에서 기인

- 결국, 연휴 동안 헝다 디폴트 리스크에 의한 글로벌 위험자산(증시, 경기민감 원자재) 충격은 심리적 불안에 기인한 것으로 볼 수 있다. 리스크 현실화에 대한 우려가 시스템 리스크, 경기불안으로 이어진 것이 글로벌 위험자산 변동성 확대의 원인이라는 생각이다.
- 실제로 헝다 신용등급 강등, 디폴트 리스크 우려에도 불구하고 중국 채권시장, 은행간 초단기 금리(SHIBOR)는 하향안정세를 이어왔다. 연휴 동안 홍콩은행 간 위안화 초단기 금리도 큰 변동성을 보이지 않았다. 헝다발 디폴트 리스크로 인한 유동성 불안은 제한적임을 시사한다. 이와 함께 글로벌 하이일드 스프레드, 금융조건 지수 또한 하향안정세를 유지하고 있다. 헝다의 디폴트 우려가 글로벌 불확실성 확대로 이어지고 있다는 데이터는 찾기 어렵다.
- 한편, CTI Global Risk Index와 VIX는 큰 폭 반등했다. 불안심리와 가격지표의 변동성확대가 반영된 결과이다. 헝다의 디폴트 리스크에 대해서는 꾸준히 체크 해야겠지만, 연휴 동안 글로벌 금융시장은 현실보다 앞서간 불확실성, 불안감을 선반영 했다고 생각한다.

* 다음 페이지에서 계속됩니다

원/달러 환율 상승으로 인한 수급불안은 단기에 그칠 것

KOSPI 변동성 확대는 비중확대 기회. 반도체, IT가전과 코로나19 피해주, 내수/소비주 주목

- 헝가리 디폴트 리스크 확대에 예민하게 반응한 것은 원화였다. 역외 위안화 환율은 반등에도 불구하고 6.5위안을 하회하는 수준이지만, 가뜰이나 약세압력을 받고 있던 원/달러 환율은 다시 한 번 1,180원선을 넘어섰다. 원/달러 환율은 OverShooting 구간에서 불확실성에 민감하게 반응하고 있다고 생각한다.
- 원화 약세 압력 확대와 위험자산 선호심리 후퇴는 단기 수급불안으로 이어질 수 있다. 이로 인해 KOSPI 200일 이동평균선(3,110선) 지지력 테스트 또는 일시적인 하향 이탈 가능성은 감안해야 할 것이다. 그러나 KOSPI 박스권 하단에서 비중확대 전략은 유효하다.
- 1) 한국 펀더멘털과 기초체력을 감안할 때 원/달러 환율이 1,200원대로 갈 가능성은 낮다고 본다. 2) 오히려 헝가리 이슈가 진정되고, 코로나19 상황이 완화되면 국내 펀더멘털/수출 동력 등을 바탕으로 원/달러 환율이 하향안정세를 보일 것으로 예상된다. 게다가 3) 글로벌 소비시즌을 앞둔 상황에서 재고축적 수요가 유입되기 시작했고, 4) 글로벌 유동성 측면에서도 IT, 반도체 ETF로 자금 유입이 감지되고 있다. 5) 이는 한국 ETF로의 자금유입으로 이어지며 원/달러 환율 변동성에 따른 외국인 수급불안은 단기에 그칠 것으로 예상된다.
- KOSPI의 상승추세를 지지하고 있는 펀더멘털 동력은 여전히 견고한 가운데 KOSPI는 현재 저평가 국면에 위치해 있다. 상승추세는 유효함에 따라 단기 변동성 확대를 비중확대 기회로 활용할 필요가 있다는 의미이다. KOSPI 단기 변동성 확대시 연말 소비모멘텀, 재고축적 수요 등을 감안해 반도체, IT가전 등에 대한 비중확대가 유리해 보인다. 이와 함께 위드 코로나로의 방역체제 전환 기대감과 연말 소비시즌이 맞물릴 경우 수혜가 예상되는 코로나19 피해주, 내수/소비주에 대한 관심도 필요하다.

표 1. 21년 하반기부터 헝다그룹 채권에 대한 신용등급 하향조정 지속

구분	기관명	날짜	헝다채권 신용등급 변동 내용
해외	피치	6월 22일	B+ → B
		7월 28일	B → CCC+
		9월 8일	CCC+ → CC
	S&P	7월 26일	B+ → B-
		8월 6일	B- → CCC
		9월 15일	CCC → CC
로컬	청신	6월 9일	신용등급 관찰명단 포함
		7월 27일	신용평가등급 부정적 하향조정
	CCXI	9월 9일	신용평가등급 하향조정
		9월 2일	AAA → AA
		9월 15일	AA → A

자료: 각 신평사, 국내외 주요 언론, 대신증권 Research Center

표 2. 헝다자산관리 자회사의 재테크 상품 상환 계획(현재 지급불능 상태)

해결안	방식	내용
1	현금 지급	만기 상품에 대해 도래일 당월부터 10%씩 원리금 상환
2	실물자산 지급	원리금에 해당하는 실물자산(주택) 양도 할인율 : 주택 20%, 오피스텔 40%, 상가 40%
3	잔금으로 대체	9월 12일 이전에 구매한 주택에 대한 원리금을 잔금으로 대체 지급

자료: 헝다그룹, 대신증권 Research Center

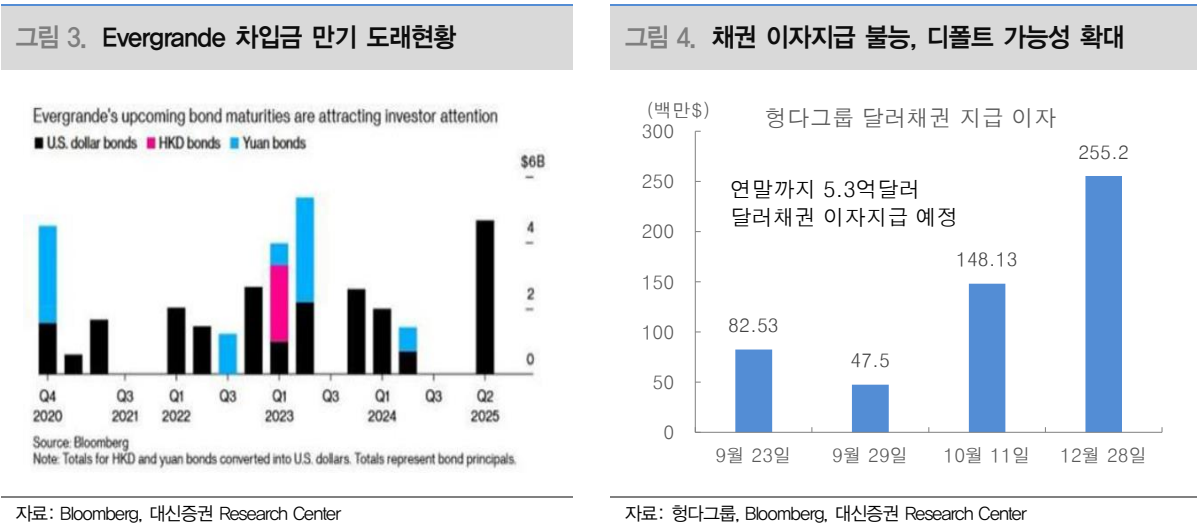
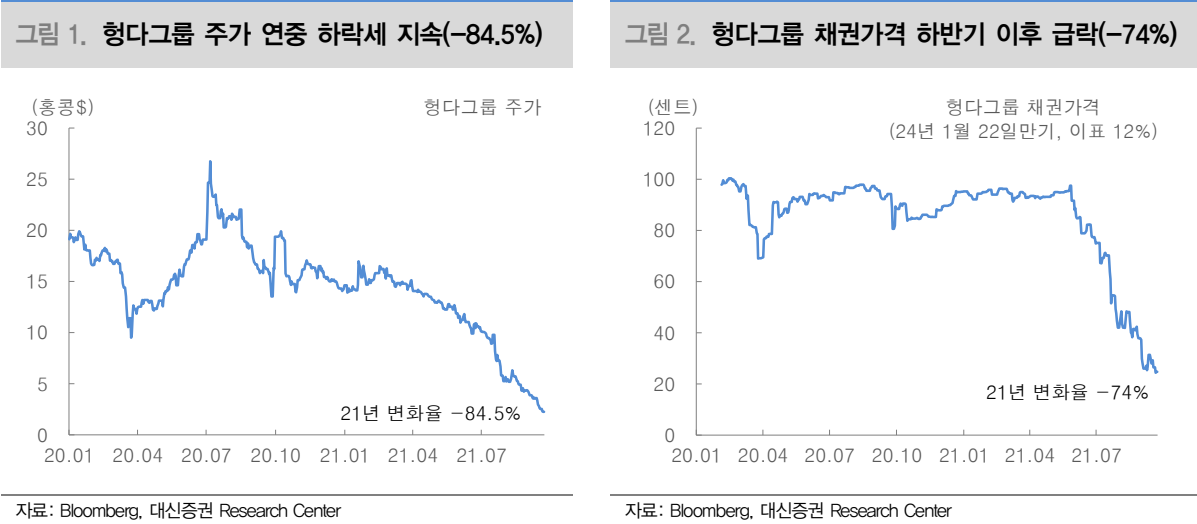


표 3. 21년 1월 이후 시행된 중국 부동산 규제정책. 중국 부동산 규제 강화로 부동산 기업 구조조정 가속화

중국 기관	발표일자	정책문건 제목	내용
주택건설부	2020년 08월 20일	부동산 기업 용자관리 3가지 레드라인	부동산 기업의 재무 건전성 강화(구조조정 실시, 공급측 개혁) - 12개 부동산 기업은 2023년 6월말까지 아래 3가지 중 하나라도 재무 상황이 좋지 않을 경우 벌금부과. 1) 자산부채율 70% 이상, 2) 순부채율 100% 이상, 3) 현금대비 단기차입금 비율 1 미만"
인민은행	2020년 12월 31일	은행업 융자기관 부동산 대출 관리제도	부동산 대출 총량 규제 - 중국 전체 은행을 규모별로 5그룹으로 나누어 각 그룹별로 전체 대출에서 부동산 대출 비중 및 가계 부동산 대출 비중 규제"
국가자연자원부	2021년 02월 26일	양대집중	22개중점도시 '양대집중'(토지 공급 집중 공고, 집중 시행) 방안 발표 및 토지 공개 경매 역시 1년에 3회로 제한

자료: 국내외 언론, 대신증권 Research Center

그림 5. 중국 정책방향성 대전환 “공동부유”
플랫폼 기업, 부동산 규제 강화로 인한 부담은 경기부양정책 강화로 이어질 전망

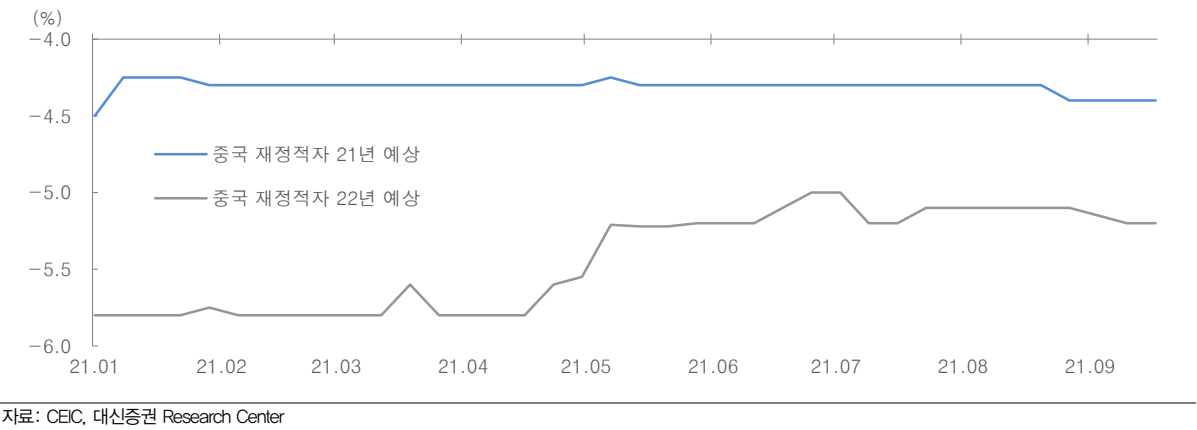


그림 6. 헝다그룹 위기설에도 중국 채권금리는 하향안정세 지속

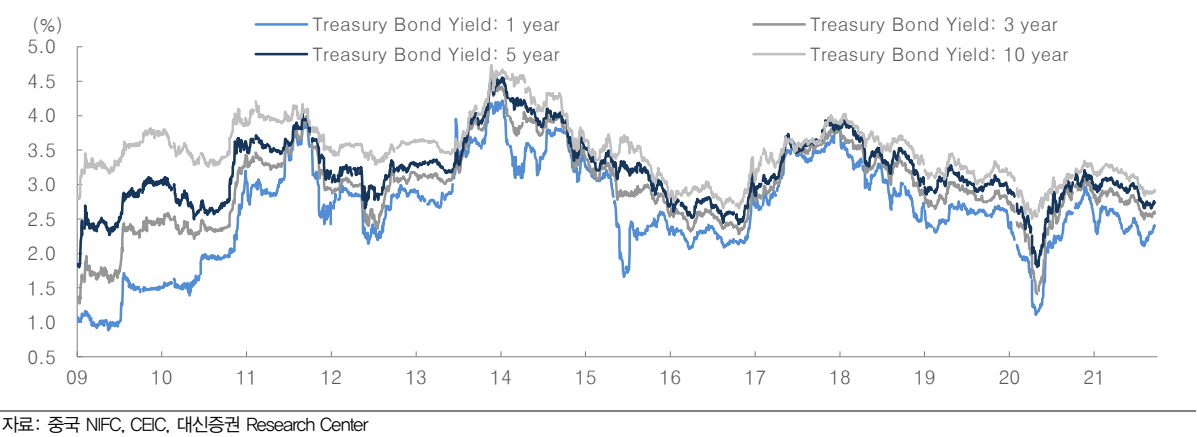


그림 7. 헝다그룹 위기설에 중국 단기(1년) 채권금리는 반등했지만, 전반적으로 연중 저점권에서 등락

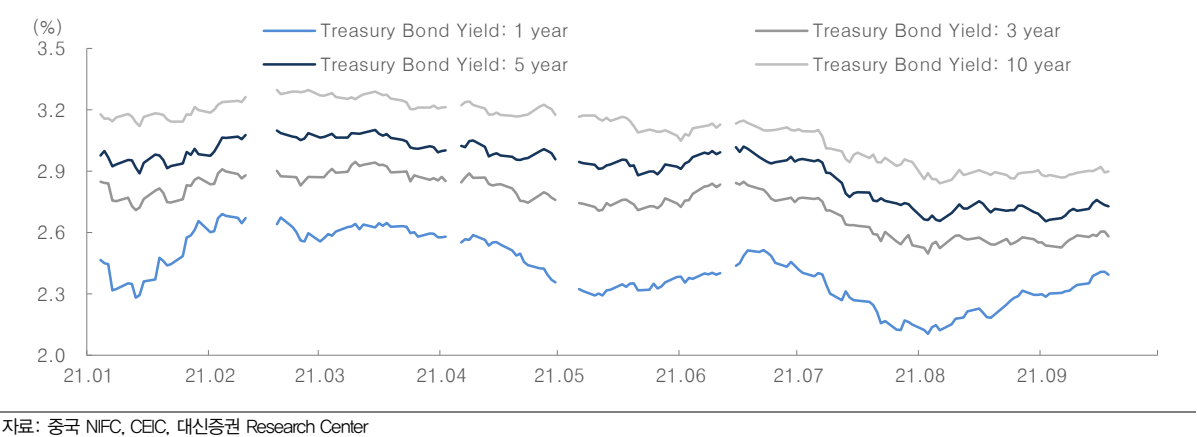
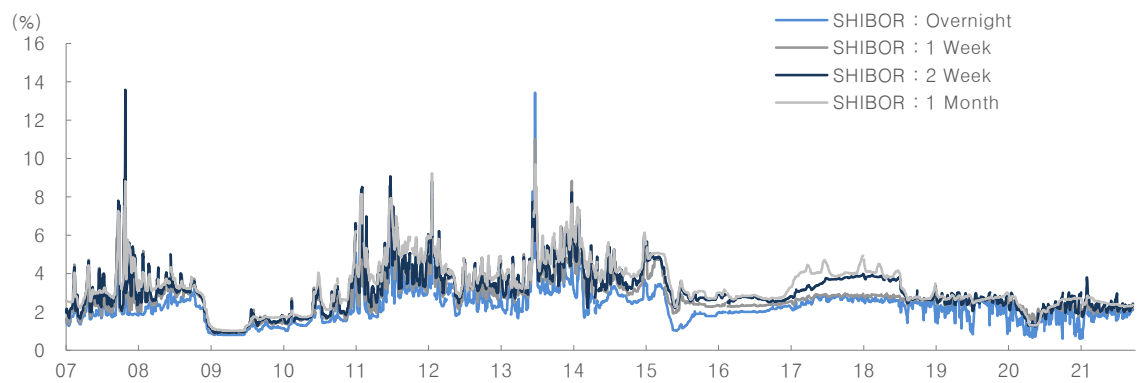
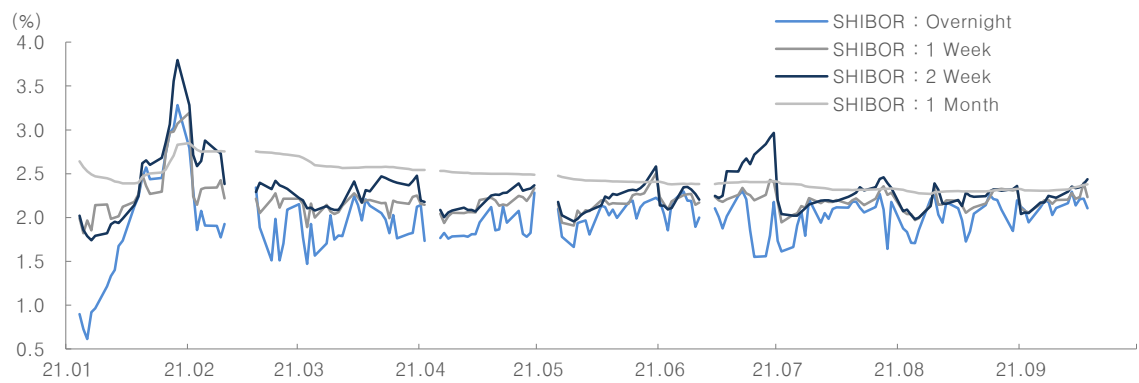


그림 8. 상해은행 간 초단기 금리 또한 안정권에서 등락 반복



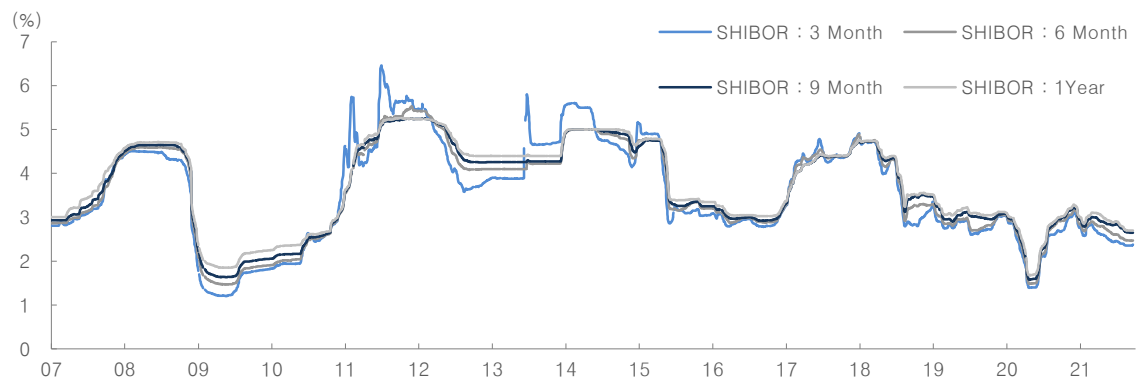
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 9. 상해은행 간 초단기 금리 저점권에서 등락 반복했을 뿐



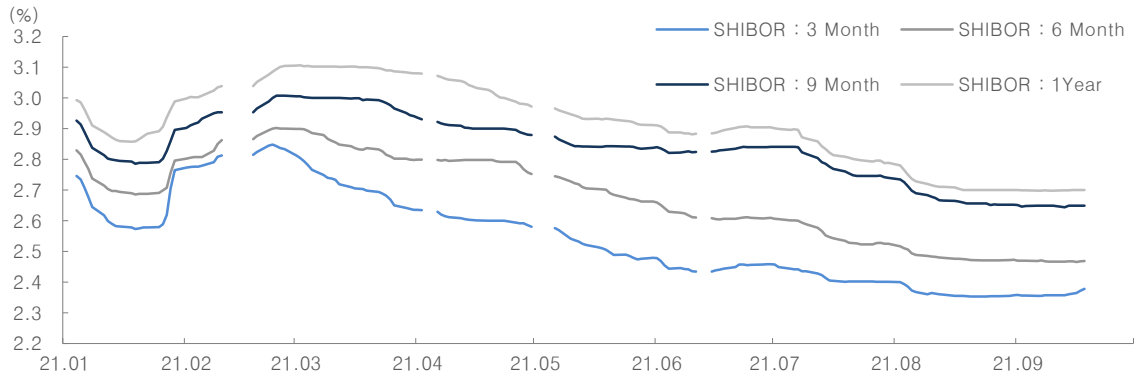
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 10. 상해은행 간 단기 금리 2021 년 내내 하향안정세 지속



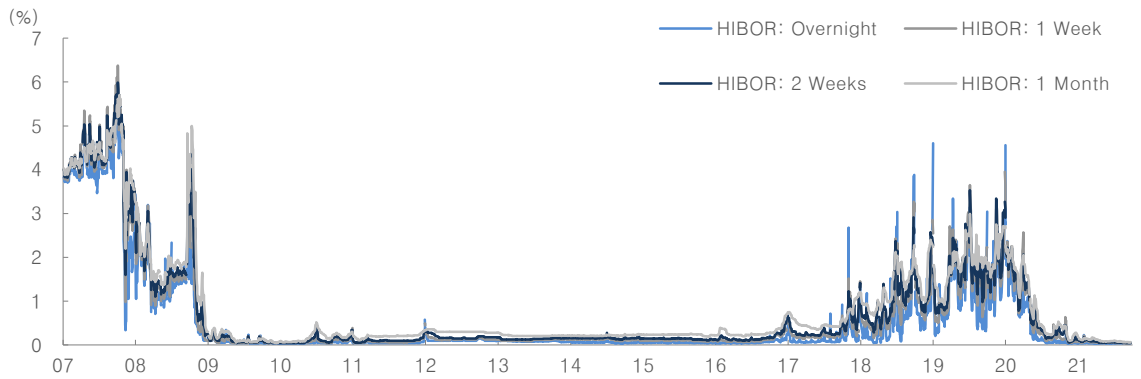
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 11. 상해은행 간 단기 금리, 6개월물 이상은 하향안정세 지속



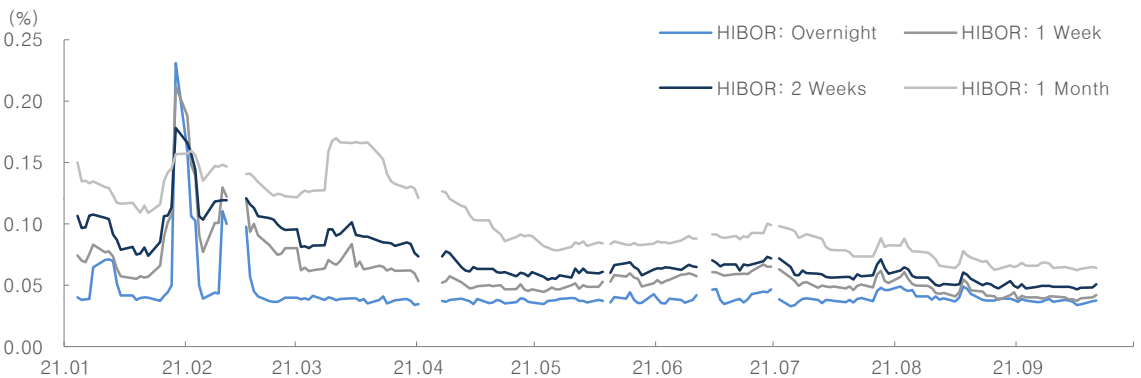
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 12. 홍콩은행 간 위안화 초단기 금리, 여전히 저점권에 머물러 있어



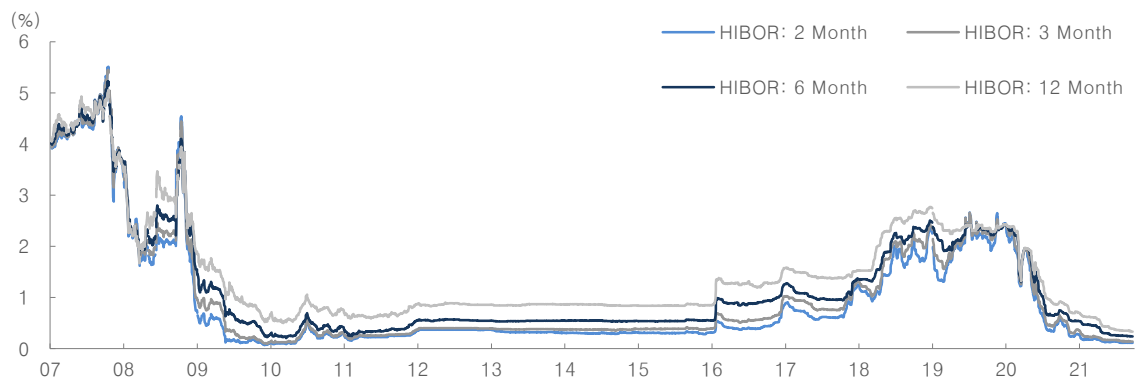
자료: HSBC, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 13. 홍콩은행 간 위안화 초단기 금리,恒大그룹 디폴트 우려에도 불구하고 반등폭 제한적



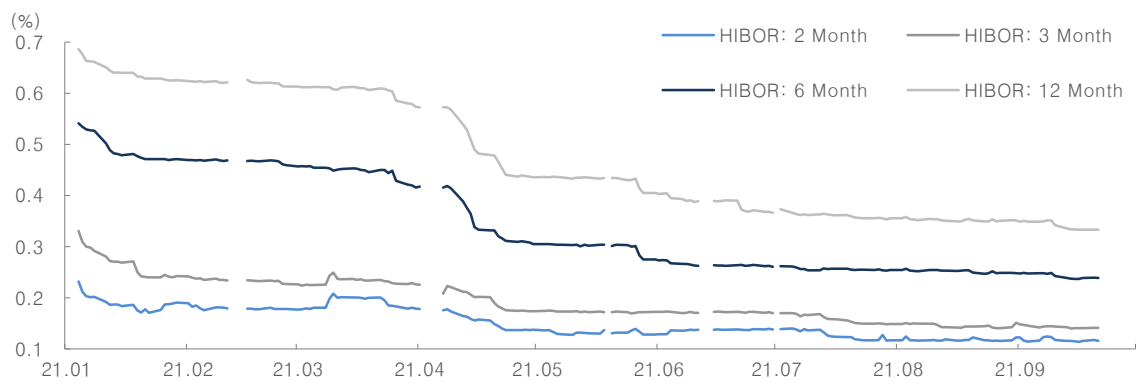
자료: HSBC, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 14. 홍콩은행 간 위안화 단기 금리, 하향안정세 지속



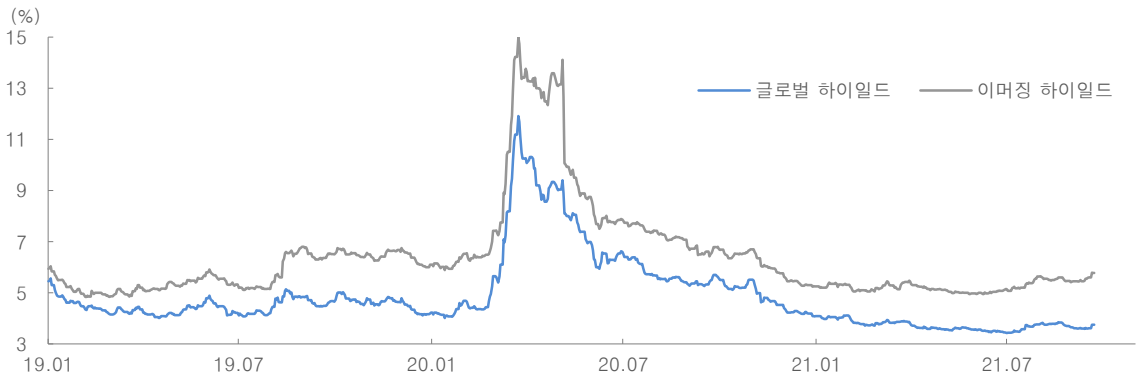
자료: HSBC, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 15. 홍콩은행 간 위안화 단기 금리, 헝다그룹 디폴트 우려에도 불구하고 하향안정세 지속



자료: HSBC, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 16. 이머징 하이일드 채권금리는 고점 돌파. 그러나 글로벌 하이일드 채권금리는 여전히 저점권에서 등락



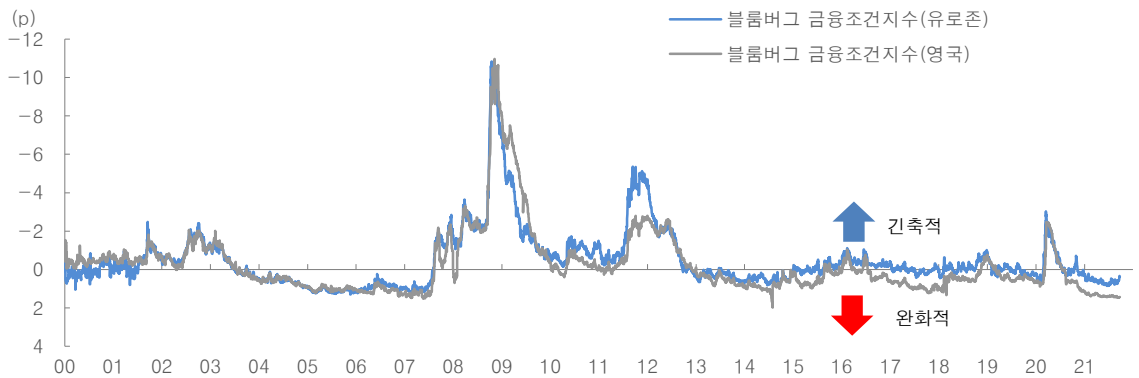
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 17. 미국, 글로벌 금융조건지수는 완화적인 흐름 유지



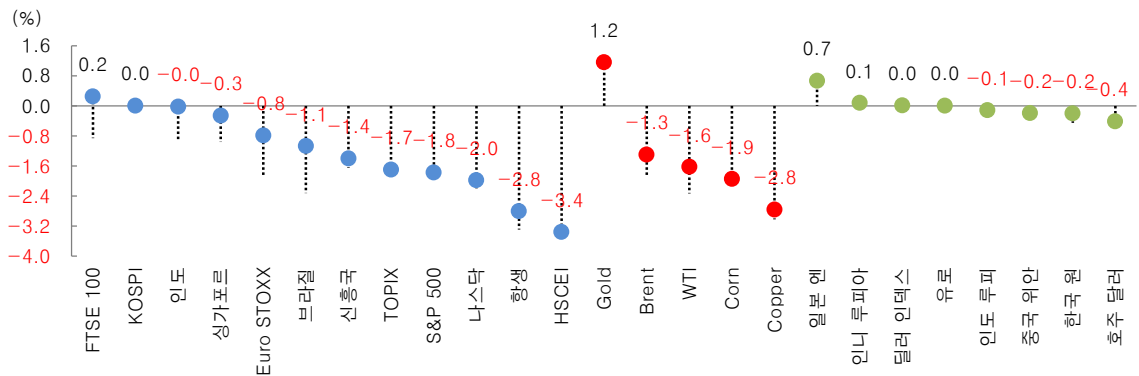
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 18. 유럽 금융조건지수도 여전히 완화적인 흐름 유지



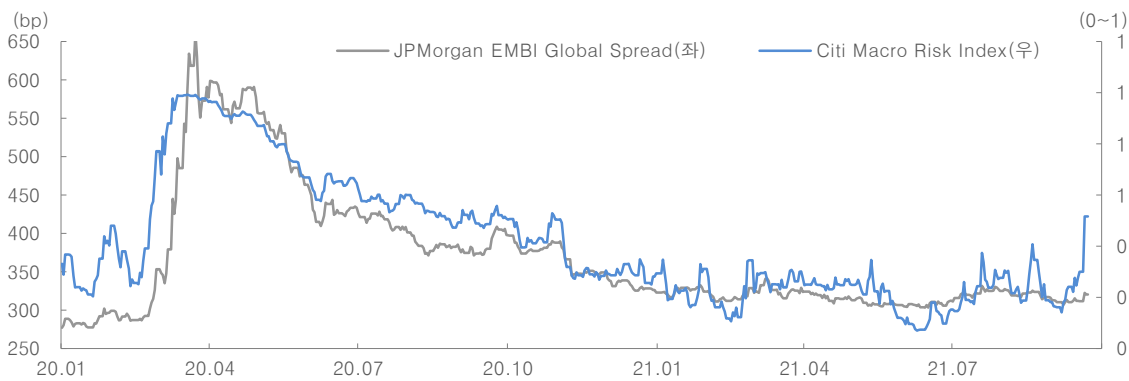
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 19. 글로벌 증시, 경기민감 원자재 폭락. 헝가리 리스크에 대한 과민반응?



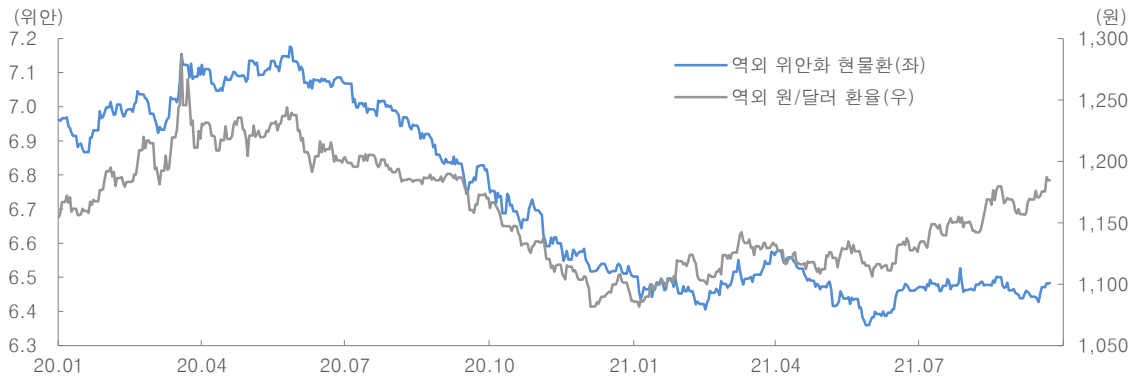
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 20. EMBI Spread 는 안정적. 다만, 리스크 인덱스 급반등으로 위험선호심리 후퇴, 위험회피심리 강화



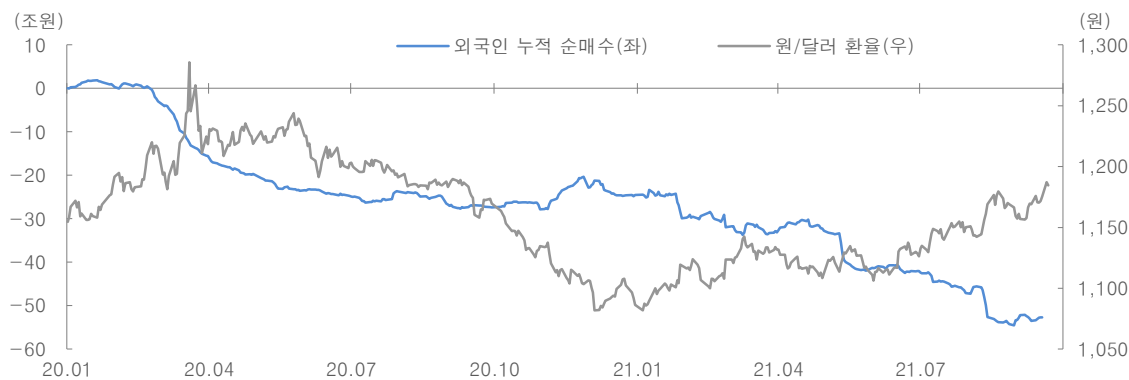
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 21. 위안화는 반등했지만, 올해 하반기 고점(6.5 위안)보다 낮은 상황
오히려 원화 약세압력 확대로 원/달러 환율 1,190 원선 근접



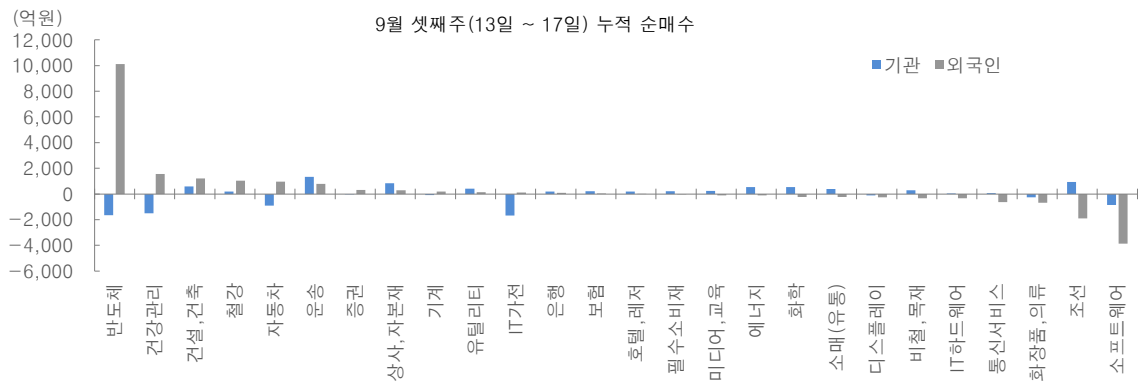
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 22. 원화 약세 압력확대 & 위험선호심리 후퇴 = 외국인 매도로 이어질 가능성



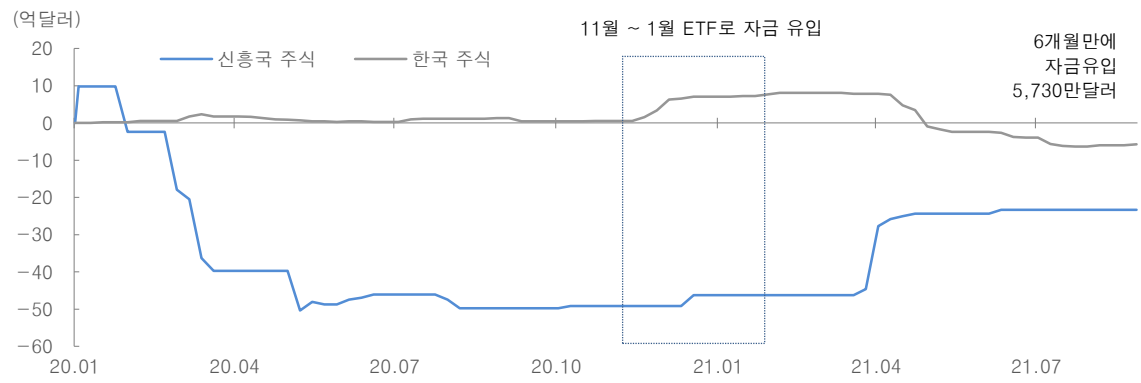
자료: FnGuide, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 23. 9월 셋째주 원/달러 환율 상승에도 불구하고 외국인 반도체 업종 대량 순매수(1 조 108 억원)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 24. 한국 ETF로 5,730 만달러 자금 유입. 21년 2월 이후 처음



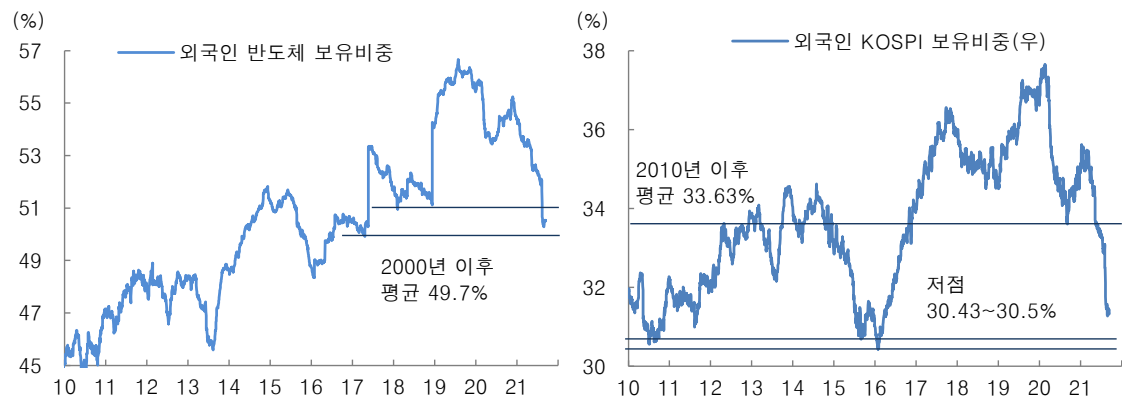
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 25. 글로벌 섹터 ETF 자금 유출입. 시클리컬에서는 자금 이탈, IT, 반도체, 필수소비재 자금 유입



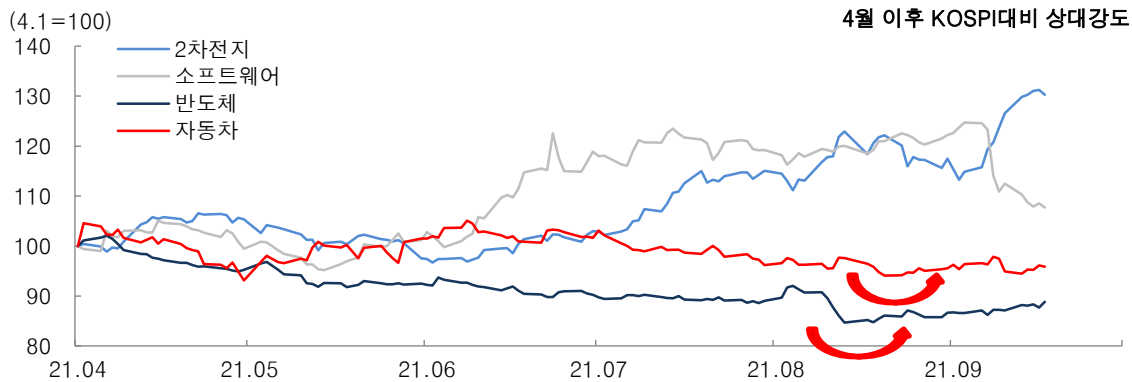
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 26. 한국 반도체, KOSPI 시장에서 외국인 지분율은 충분히 낮아진 상황



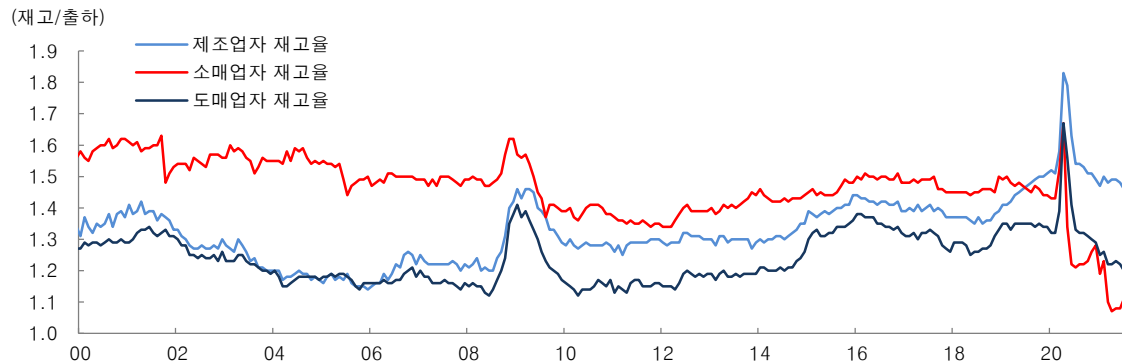
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 27. 단기 가격/밸류에이션 매력이 높은 업종, 종목 트레이딩 전략 유효
중장기적으로 반도체, 자동차 비중확대 전략 유효. 저점통과 가능성 확대



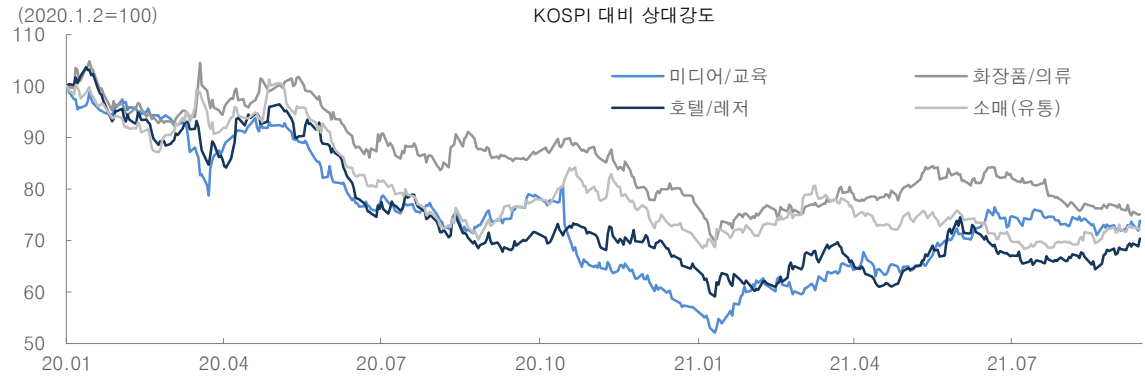
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 28. 소매업체 재고를 반등세 뚜렷. 연말 소비시즌을 앞둔데 따른 재고축적 수요 유입 예상



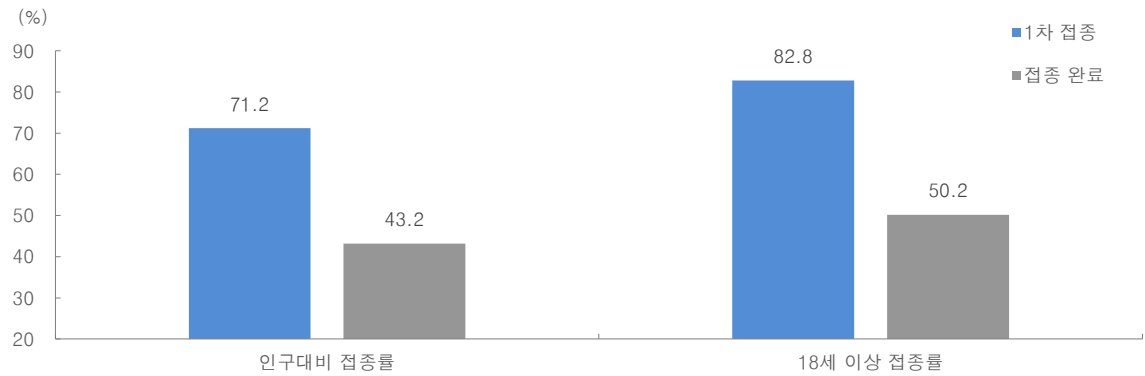
자료: US Census Bureau, 대신증권 Research Center

그림 29. 코로나 19 피해주, 내수/소비주 관심 필요. 저평가 매력 + 위드 코로나 정책전환 기대감



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 30. 한국 1차 접종률 70%, 2차 접종률 40% 상회
정부 계획에 따르면 10 월말 이후(접종완료 70%) 위드코로나 정책전환 가능성 높아



자료: 질병관리청, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
(작성자: 이경민)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
