

Strategy Idea



▲ 글로벌 투자전략-신홍국
Analyst 최설화
02. 6454-4883
xuehua.cui@meritz.co.kr

글로벌 유동성 위기, 홍콩은 안전한가?

- ✓ 글로벌 유동성 위기의 홍콩증시 파급 경로: 1) CS 홍콩법인 운영, 2) AT1 채권시장 변동성
- ✓ 홍콩 소재의 글로벌 금융기관을 제외하고 실질적 영향은 제한적
- ✓ 중국계 은행의 AT1 채권가격 안정적. 또한 통화 완화 정책 및 부동산 경기 회복에 올해 중국 내 금융기관 유동성 발생 가능성은 낮아
- ✓ 해외투자자 비중이 높은 홍콩증시 당분간 변동성 확대될 것이나, 해외 시스템리스크가 없다면 홍콩H지수 6,000pt 하회 가능성도 제한적

글로벌 유동성 위기의 홍콩증시
파급 2가지 경로

글로벌 유동성 위기와 홍콩 파급 경로와 영향

최근 미국 SVB 파산, UBS의 CS 인수에 이어, 160억 스위스프랑(약 22.5조원) 규모의 CS 신종자본증권(AT1)을 모두 상각 처리하면서 홍콩 주식시장까지 그 여파가 나타나고 있다.

이번 미국, 유럽의 유동성 위기가 홍콩 금융시장에까지 미치는 파급 경로는 크게 2가지로 정리가 가능하다.

1) CS 홍콩법인 운영

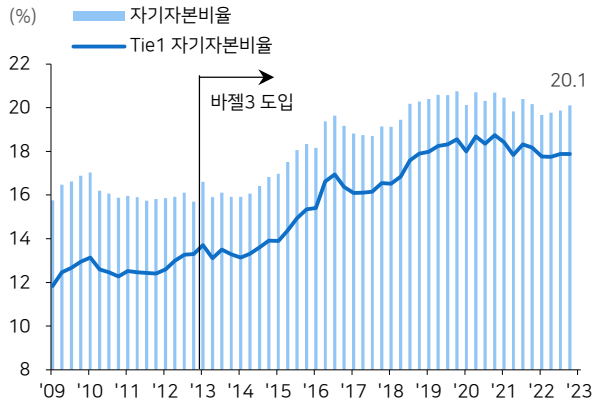
첫째, CS 홍콩법인 운영이 홍콩 금융시스템에 주는 충격 여부다. 크레딧 스위스는 홍콩에 1) CS은행홍콩지사와 2) 2개의 주식 및 파생상품 시장에서의 트레이딩 라이선스 보유 법인이 있다.

홍콩 금융감독원에 따르면, CS 은행 홍콩지사의 자산총액은 1,000억HKD로 홍콩에 소재한 전체 은행 총 자산의 0.5%에 불과하다. 또한 다른 2개의 트레이딩 법인은 홍콩 주식 및 파생상품 시장에서 Top10에 들어가는 브로커가 아니고, 상장 구조화 상품(listed structured product) 발행 부문에서 9번째로 큰 기관이지만 당사의 상품 발행액이 전체 시장 시가총액의 4%로 통제 가능한 수준이다.

게다가 현재 해당 법인들은 예금 인출 등의 업무들이 정상적으로 운영되고 있고, UBS가 CS를 인수하며 급한 불이 꺼졌다. 따라서 CS 홍콩법인 운영이 홍콩 금융시스템에 주는 충격은 제한적일 것으로 판단된다.

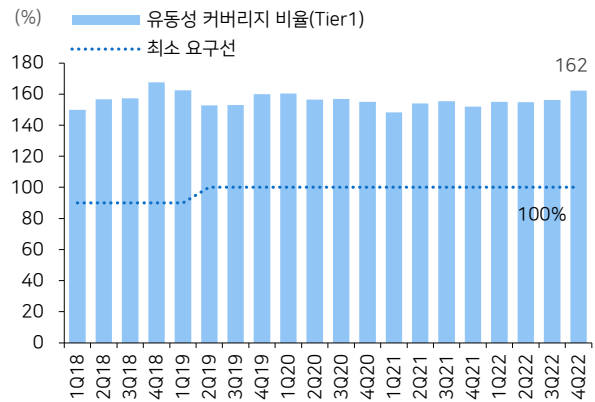
한편 홍콩 금융감독원은 현재 홍콩 은행들의 자본과 유동성은 충분하다고 밝혔다. 2022년 말 자기자본 비율은 20.1%로 글로벌 최저 기준치인 8%를 크게 상회하고 있고, 유동성 커버리지 비율도 162.3%로 100%의 최저 요구를 상회해 충격을 흡수할 수 있다고 덧붙였다(그림 1, 2).

그림1 홍콩에 등록된 상업은행들의 자기자본비율 20%



자료: HKMA, 메리츠증권 리서치센터

그림2 유동성 커버리지 비율 162%로 100% 상회



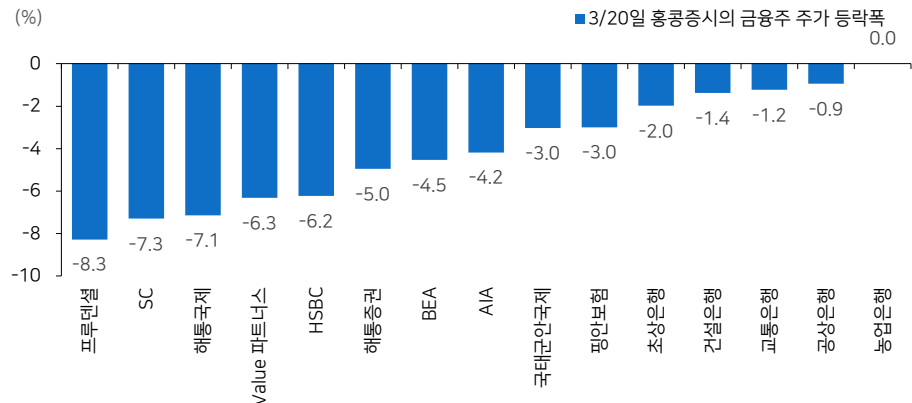
자료: HKMA, 메리츠증권 리서치센터

2) AT1 채권시장 변동성 확대

둘째, CS AT1 채권 보유 보유한 홍콩 소재 금융기관들의 미실현 손실과 글로벌 AT1 채권시장 가격 변동성이다. 이는 첫 번째 파급경로에 비해 실질적 악영향이 더 크다. 해당 우려로 20일 홍콩 주식시장에서 프루덴셜이 8.3%, 스탠다드 차티드(SC) 7.3%, HSBC 6.2% 급락했다. 또한 홍콩에 본사를 둔뱅크오브아시아와 태국 카시콘은행의 AT1 채권은 장중 8.6센트, 4.3센트 하락해 역대 최대 낙폭을 기록했다. HSBC은행이 발행한 AT1 채권도 5센트 넘게 하락했다.

이에 반해 중국계 은행들의 주가와 AT1 채권 가격은 매우 안정적이었다. <그림3>에서처럼 20일 주가도 1~2% 하락에 그쳤고, <표 1>에서처럼 중국계 은행의 AT1 채권가격 낙폭도 0.2~0.5%에 그쳤다.

그림3 3월 20일 홍콩증시에 상장된 금융주들의 주가 등락폭: 글로벌 > 중국 로컬



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 중국계 은행들의 AT1 채권가격 변동폭 0.2~0.5%, 해외대비 매우 안정적

발행일	발행자	신용등급 (무디스/S&P/피치)	표면이자 (%)	발행액 (백만달러)	가격 변동폭 (%)
2021-09-16	공상은행	Ba1/-/-	3.2	6,160	-0.2
2011-11-20	교통은행	-/-/BB+	3.8	2,800	-0.2
2020-09-17	공상은행	Ba1/-/-	3.58	2,900	-0.4
2020-02-26	중국은행	Ba1/BB+/BB+	3.6	2,820	-0.5
2018-09-11	중국은행 홍콩법인	Baa2/BBB/-	5.9	3,000	-0.2

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

다행히 해외 정책당국,
적극적으로 개입

다행히 유럽 정책당국이 현지시간 20일 공동성명을 통해 '보통주식(common equity)이 손실을 가장 먼저 흡수하고, 이것이 완전히 이행된 뒤 AT1 채권의 상각이 요구된다'고 밝혔다. 그러면서 "이와 같은 접근 방식은 과거 사례에서 일관되게 적용됐으며, 향후 위기 개입 시 SRB(부실은행 정리를 담당하는 기구)와 유럽 중앙은행(ECB)는 이를 계속 안내할 것이라고 밝혔다(그림 4).

이에 급락했던 기타 AT1 채권가격이 낙폭을 줄이면서 Invesco AT1 채권 ETF 가격도 20일 장중 17%까지 하락했다가 -5%까지 낙폭을 줄였다.

또한 CS, UBS의 AT1 채권의 발행 조건이 다른 금융기관의 AT1과 달랐다는 점도 AT1 채권시장의 불안을 잠재웠다. 이에 기타 금융기관들의 AT1 채권가격이 다시 낙폭을 줄였다.

그림4 유럽중앙은행(ECB), 유럽은행감독청(EBA), 단일정리위원회(SRB) 공동성명

ECB Banking Supervision, SRB and EBA statement on the announcement on 19 March 2023 by Swiss authorities

20 March 2023

ECB Banking Supervision, the Single Resolution Board and the European Banking Authority welcome the comprehensive set of actions taken yesterday by the Swiss authorities in order to ensure financial stability.

The European banking sector is resilient, with robust levels of capital and liquidity.

The resolution framework implementing in the European Union the reforms recommended by the Financial Stability Board after the Great Financial Crisis has established, among others, the order according to which shareholders and creditors of a troubled bank should bear losses.

In particular, common equity instruments are the first ones to absorb losses, and only after their full use would Additional Tier 1 be required to be written down. This approach has been consistently applied in past cases and will continue to guide the actions of the SRB and ECB banking supervision in crisis interventions.

Additional Tier 1 is and will remain an important component of the capital structure of European banks.

자료: ECB, 메리츠증권 리서치센터

표2 유럽계 은행들의 AT1 채권 발행조건: CS와 UBS 조항이 특별

Issuer	AT1 Trigger	Loss absorption	Write-up
Barclays	7	Equity Conversion	N/M
BBVA	5.125	Equity Conversion	N/M
BNP	5.125	Temporary Writedown	Yes
CaixaBank	5.125	Equity Conversion	N/M
Commerzbank	5.125	Temporary Writedown	Yes
CredAg Group	5.125	Temporary Writedown	Yes
Credit Suisse	7	Permanent Writedown	No
Danske Bank	7	Equity Conversion	N/M
Deutsche Bank	5.125	Temporary Writedown	Yes
HSBC	7	Equity Conversion	N/M
ING Group	7	Equity Conversion	N/M
Intesa	5.125	Temporary Writedown	Yes
Lloyds	7	Equity Conversion	N/M
NatWest Group	7	Equity Conversion	N/M
Rabobank	5.125	Temporary Writedown	Yes
Sabadell	5.125	Equity Conversion	N/M
Santander	5.125	Equity Conversion	N/M
SocGen	5.125	Temporary Writedown	Yes
StanChart	7	Equity Conversion	N/M
UBS	7	Permanent Writedown	No
UniCredit	5.125	Temporary Writedown	Yes

자료: 메리츠증권 리서치센터

유럽의 대마불사 보완 규제로 시스템 리스크 확산 가능성 낮아

시장에서 걱정하는 것은 아무래도 시스템 리스크로의 확산 여부일 것이다. 당사 글로벌전략 담당인 황수욱 연구원이 작성한 3/21일자 전략공감 - "CS AT1 자본 상각의 이해: 대마불사 경계한 준비된 G-SIB 정리과정"에서는 시스템 리스크로의 확대 가능성은 제한적일 것으로 전망했다.

그는 G-SIB 및 일반 은행이 다른 G-SIB의 비규제 자본 TLAC에 투자하는 경우 같은 투자 규모를 은행의 보완자본에서 차감하도록 하고 있어 G-SIB가 발행한 TLAC에 투자하는 은행은 규제자본 부담이 증가하므로 투자 유인이 낮다고 설명했다. 즉 시스템 리스크를 유발할 수 있는 대마불사 금융기관들은 TLAC 규제로 전염 효과가 제한적이라는 것이다.

표3 G-SIB 총손실흡수력(TLAC) 규제 세부내용 중 주요내용 발췌: 투자제한 조항이 전염효과 방지 조항

구분	내용
1. 목적	G-SIB 도산시 금융안정에 대한 부정적 영향을 최소화하고 은행의 핵심기능을 유지하면서 납세자 부담 없이 정리절차를 진행하기 위한 손실흡수력 및 자본 재확충 수단 확보
4. 모든 G-SIB에 공통적으로 적용되는 최저 TLAC 규제	모든 정리그룹은 2019.1월부터 위험가중자산의 16%, 2022.1월부터 위험가중자산의 18% 이상을 보유해야 함 동시에 2019.1월부터 레버리지 익스포저의 6%, 2022.1월부터 6.75% 이상 보유 단, 당국이 최저 TLAC 기준을 상향조정하거나 레버리지 버퍼를 추가로 설정하는 것은 허용
9. 적격기준	a. 납입 b. 무담보 c. 상계 및 정산지급금지 d. 잔존만기 1년이상 e. 만기전 상환금지 f. 관련당사자로부터 자본조달 금지
10. 비포함 부채	예금보험 보장 예금, 요구불예금 및 단기예금, 파생거래관련 채무, 구조화 채권 등 파생연계 채무, 계약에 의하지 않은 채무, 관련도산법에 따라 선순위 무담보채권자보다 선순위인 부채, 관련법령에 의거 손실분담이 불가능하거나 손실분담시 법적 분쟁 등이 발생할 중대한 위험이 있는 채무
14. TLAC의 사용	정리당국은 계약 또는 법적 근거에 의해 외부발행 TLAC의 손실을 부담토록 하거나 주식으로 전환할 수 있어야 함
15. 투자제한	G-SIB이 여타 G-SIB의 TLAC 수단을 보유시 바젤III 기준에 따라 은행간 규제 자본 상호보유시 적용되는 상호공제법 적용

자료: Financial Stability Board, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 유동성 위기, 중국계 은행으로의 전이 가능성은 큰가?

중국증시 금융주 비중이 높아,
중국 유동성 위기 발생 여부는
중요한 변수

나아가서 일부 참여자들은 글로벌 금리 상승 과정에서 나타나는 글로벌 유동성 위기가 같은 형태이든, 다른 형태로든 중국에서도 나타날 수 있을지 여부를 궁금해한다. 중화권 주식시장에서 금융주의 비중이 해외대비 월등히 높고, 글로벌 금융기관보다 로컬 금융기관의 비중이 더 크기 때문이다<표 1>.

표4 글로벌 주요 지수의 업종별 분포: 금융주 비중은 중화권이 압도적으로 높아

	홍콩시장		본토시장		한국	미국	유럽
	항생지수	HSCEI	A50	CSI300	KOSPI	S&P500	스톡스600
금융	34.5	25.8	28.4	20.2	9.3	9.4	13.8
글로벌 금융기관	15.0	-	-	-			
경기소비재	24.6	31.3	5.8	8	11.5	12.4	9.8
IT	13.3	19	8.9	16.5	37.5	36.5	5.8
통신서비스	3.7	5.5		1.3	1.9	1.3	3
에너지	4.1	5.4	4.1	1.8	1.8	4.2	7.9
필수소비재	3.6	4	22.9	14.4	4.7	7.7	8.5
부동산	7.4	4	1.6	1.7	0.3	2.3	2.1
헬스케어	2.8	2.5	7.2	7.7	7.1	12.8	18.9
자본재	2.5	1.4	7.2	15.8	12.9	8.3	19.8
유틸리티	3.1	1.1	4.2	2.7	1.4	2.7	4.2
소재	0.4		9.7	9.9	11.6	2.4	6.2

주: 업종은 Wind 섹터 기준. 자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

중국의 추가 기준을 인하 여력과
부동산 경기 반등으로 중국 내
유동성 위기 발생 가능성 제한적

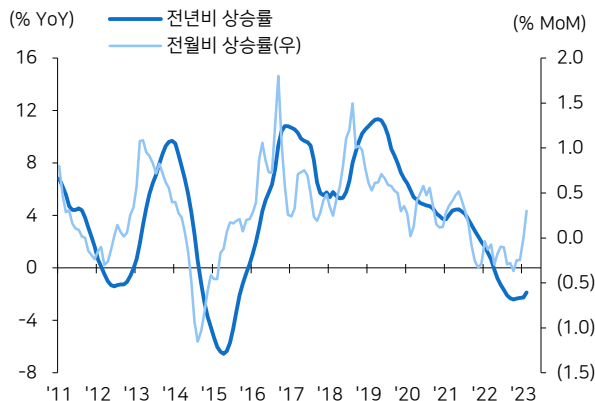
우리는 아직 그럴 사태가 발생할 가능성은 제한적이라고 생각한다. 우선 중국계 은행들은 이번 CS AT1 채권 보유가 많지 않은 것으로 파악되어 미실현 손실 우려가 제한적이다.

또한 지난 17일 인민은행은 기습적으로 상업은행의 지급준비율 25bp를 인하함으로써 시장에 5,000억 위안에 달하는 자금을 선제적으로 공급해주었다. 이번 인하로 가중평균 기준율이 7.6%까지 낮아졌지만, 정책당국이 예상하는 하한선인 5%와는 여전히 260bp의 여력이 있다. 미국, 유럽의 금리 인상 기조와 달리 중국은 여전히 통화완화 기조를 유지하고 있어 충격이 제한적일 전망이다.

물론 중국 은행 시스템의 가장 고질적인 문제는 자산 건전성이고, 그 핵심에는 부동산 자산가격의 급락 여부가 있다. 그러나 올해 중국 부동산 경기는 지난 2~3년의 부침을 겪고 예상보다 빠르게 회복되고 있다.

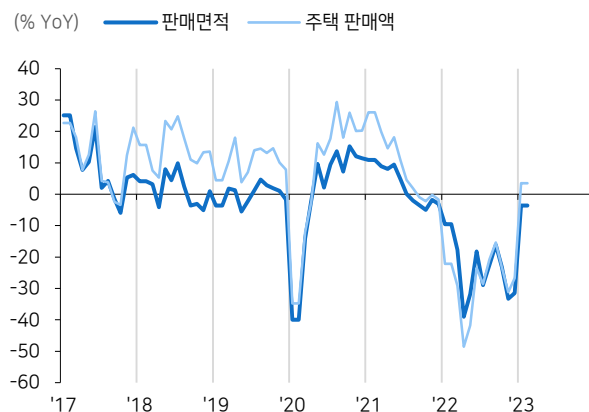
2월 70개 도시의 부동산 가격은 전월비 0.3% 상승하며 바닥을 통과하고 있고, 1~2월 거래액도 작년 25% 내외의 급락에서 3.6% 플러스로 전환됐다. 리오프닝과 정부의 내수 안정화 정책에 힘입어 올해 부동산 경기는 정상화 과정을 거칠 것이며, 이는 중국 금융시스템의 자산 건전성에도 긍정적으로 작용할 것으로 예상된다(그림5, 6).

그림5 70개 도시의 주택가격: 전월비 상승폭 확대



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림6 1~2월 중국 부동산 거래량: 주택 판매액 플러스 전환



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

홍콩 주식시장: 시스템 리스크 아니라면 6,000pt 하회 가능성 낮아

시스템 리스크가 아니라면 홍콩
6,000pt 하회 가능성 낮아

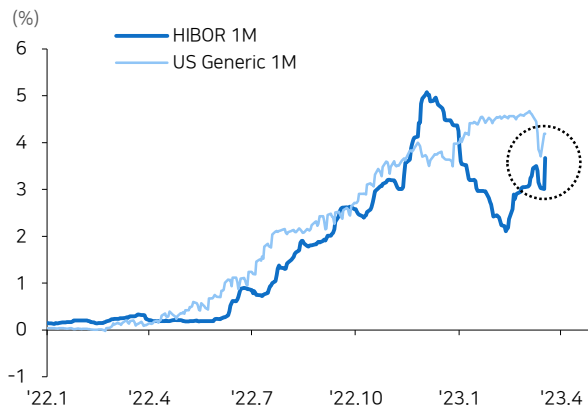
정리하면 글로벌 금융위기가 중화권 주식시장에 미치는 직접적인 영향은 홍콩에 상장된 글로벌 금융기관 외 제한적이다. 글로벌 금융기관도 각국 중앙은행의 적극적인 개입으로 시스템 리스크 확산 가능성이 낮아지고 있어, 이 경우 홍콩H지수도 6,000pt를 다시 하회할 가능성은 높지 않아 보인다.

단 해외투자자 노출도가 본토보다
높아 변동성 장세 불가피

그러나 선진국 건축 과정이 아직 종료되지 않았고, 신용위기의 여진이 남아있다는 점에서 해외투자자 거래 비중이 40%에 달하는 홍콩 주식시장의 변동성은 당분간 높아질 수 밖에 없다.

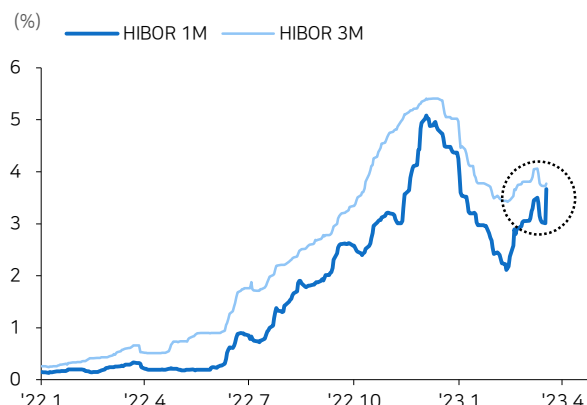
게다가 홍콩은 달러 페그제를 시행하고 있어 시중 금리가 본토보다 빠르게 상승하고 있다. 특히 CS AT1 사태이후 20일 홍콩의 은행간 1개월 홍콩달러 차입금리(HIBOR)가 60bp 급등했다. 아직 3개월 차입금리는 안정화되어 있어 크게 우려할 사항은 아니지만 추가 모니터링이 계속 필요하다.

그림7 홍콩 은행간 1개월 차입금리: 3/21일 60bp 급등



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 홍콩 은행간 1개월 및 3개월 차입금리: 3M 소폭 상승



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

결국은 실적이 관건인데 이익 전망치 하향 조정 중

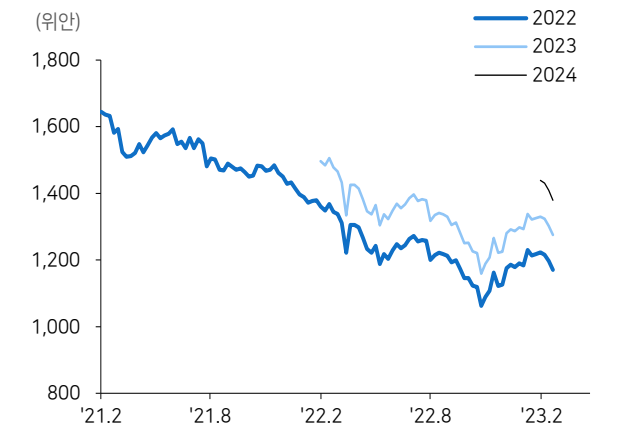
오히려 중기적으로 기업실적의 개선 여부에 더욱 주목해야 할 것이다. 올해 중국시장 투자 포인트는 다른 국가와 다른 차별화된 경기 회복 사이클이다. 그러나 연초 이미 높아진 눈높이에 비해 리오프닝 이후의 예상보다 느린 경기 회복 속도에 상장사들의 이익 추정치도 최근 다시 하향 조정되고 있다. 최근 홍콩 주식시장의 급락에 CS 위기 여파도 있었지만 소비재들의 실적 전망치 하향 조정 영향도 크다는 판단이다.

유동성 위기로 중국 경기 회복 속도가 더 늦어질 가능성 염두

한편 이번 글로벌 유동성 위기로 선진국의 경기 침체 가능성이 높아지게 되고, 이는 중국의 수출 경기 하방 압력으로 작용할 수 있다. 만약 2 억명의 일자리를 창출하는 수출 경기가 예상보다 더 부진해진다면 이는 결국 다시 중국 국민들의 소득 불확실성으로 연결되면서 내수 소비 걸림돌로 작용할 수 있다.

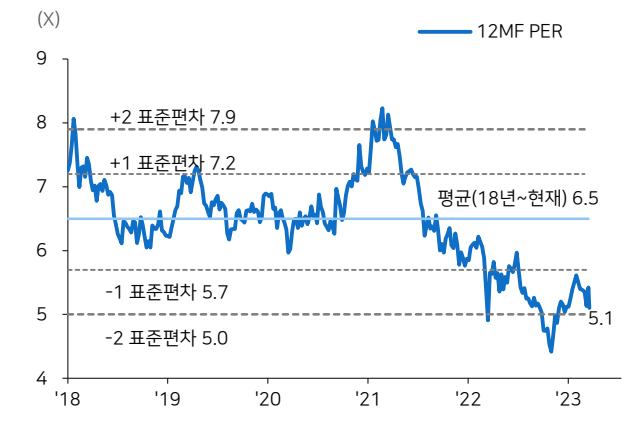
현재 홍콩H지수의 12개월 예상 PER는 5.1배로 다시 과거 5년간의 -2 표준편차 수준까지 하락했지만, 해외 신용위기 여진과 중국 소비재 상장사들의 이익 전망치 하향 조정으로 빠른 반등을 기대하기 어려워 보인다.

그림9 홍콩H지수(HSCEI) 연도별 EPS 전망치 변화



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림10 홍콩H지수(HSCEI)의 12MF P/E: 5.1배



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 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.