

2023. 7. 3 (월)

# 최설화의 Real China



글로벌 투자전략-신흥국

Analyst 최설화

02. 6454-4883

xuehua.cui@meritz.co.kr

## 위안화 가치: 바닥 다지기

- ✓ 최근 위안화 가치의 급격한 하락은 ▲ 중국 경기 회복 모멘텀 약화 우려 심화와 ▲ 미·중 금리차 확대 때문. 실질 자금의 유출입은 안정적
- ✓ 당분간 위안화는 기타 통화대비 약세 지속 예상, 단 정부개입으로 추가 급락 가능성은 제한적
- ✓ 위안화 가치 하락은 본토보다 홍콩증시에 부담이나 바닥 다지기에 진입하면서 악영향 완화 예상. 단 중국 자산들의 부진한 흐름은 일본 등 주변 아시아 국가에 수급 반사이익으로 작용 가능

### 중국 위안화 가치의 급격한 하락 배경

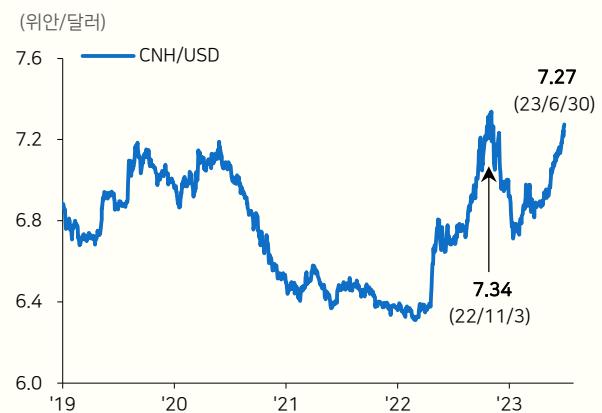
2분기 위안화 가치 급격히 하락,

기타 통화대비도 부진

6월 들어 위안화 가치가 급격하게 하락했다. 6월 30일 기준 역외위안화(CNH)는 달러 당 7.27위안까지 상승하며 '22년 11월 3일 이후의 최고치를 기록했다. 연초 대비 절하폭은 이미 5.1%로 락다운이 심했던 작년 연간 절하폭(8.8%)의 절반을 넘었고, 2분기에만 5.8%가 절하되며 절하 속도가 매우 빨랐다.

특히 주목할 것은 달러 외 기타 통화와의 환율 수준을 나타내는 CFETS 위안화 환율지수도 4월부터 빠르게 절하되었다는 것이다(그림 2). 이는 최근의 위안화 가치 하락이 단순히 달러 강세에 의한 것으로만 보기 어려운 이유이다. 또한 작년 하반기 달러 강세가 주도했던 위안화 약세와도 대조적이다.

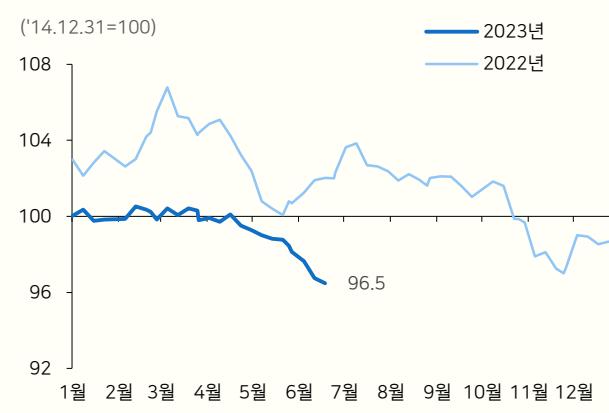
그림1 6월 위안화 가치 빠르게 하락, '22년 11월이후 최고치



주: 6월 30일 기준

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림2 CFETS 위안화 환율지수: 4월부터 기타통화 대비 약세



주: 6월 30일 기준

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

가치 급락의 근본 원인은  
경기 회복 속도 둔화 우려 심화

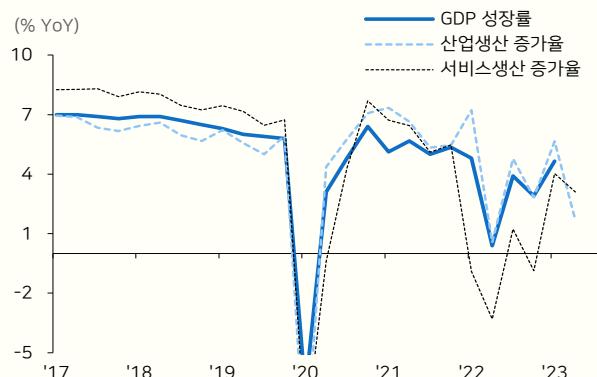
필자는 최근 위안화의 가파른 절하 원인으로 1) 2분기부터 둔화된 중국의 경기회복 속도에 대한 우려 심화와 2) 미·중 통화정책의 차별화 때문으로 판단한다.

올해 중국 경기는 리오프닝에도 불구하고 1분기에 역눌렸던 수요에 반짝 반등했지만, 2분기부터 산업생산, 서비스생산 등 세부 지표들의 회복 속도가 둔화되기 시작했다(그림 3). 실제 경제지표의 발표가 예상보다 좋은지 나쁜지를 나타내는 Citi Economic Surprise Index도 5월의 124pt에서 6월의 -55pt까지 급락했다(그림 4). 이에 글로벌 금융기관들이 연초에 상향 조정했던 '23년 중국 GDP 성장률 전망치를 6월에 평균 0.6%p 하향 조정했다(그림 5). 경기 회복 속도 둔화에 대한 우려 심화는 최근 위안화 가치의 급락을 초래한 가장 근본적 원인이다.

#### 미중 금리차 확대는 촉매제

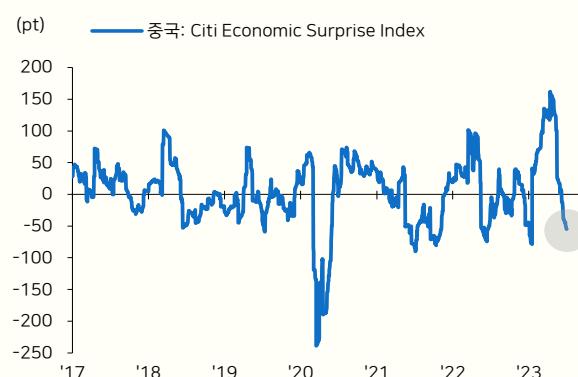
한편 중국 인민은행은 내수 경기 부양을 위해 6월에 역Repo와 정책금리(MLF), 최우대대출금리(LPR)를 일제히 10bp씩 인하했다. 미국의 금리 인상 사이클이 종료되지 않는 환경에서 중국의 통화완화 조치로 2년물 중미 국채 금리차는 2분기 말의 -2.75%p까지 확대되며 위안화 약세를 부추겼다(그림 6).

그림3 2분기 둔화되기 시작한 중국의 경기 회복 모멘텀



주: 21년과 23년은 2년 연평균 증가율 기준  
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Citi Surprise Index: 급락



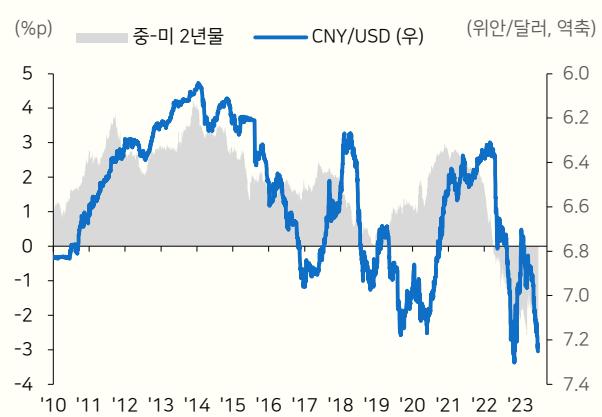
주: 6월 30일 기준  
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 6월 글로벌IB, 중국 '23년 GDP 전망치 하향 조정

기관명	기준	최근	조정폭
BOA	6.3%	5.7%	-0.6%
GS	6.0%	5.4%	-0.6%
JPM	5.9%	5.5%	-0.4%
SCBS	5.8%	5.4%	-0.4%
UBS	5.7%	5.2%	-0.5%
Normura	5.5%	5.1%	-0.4%
CITI	6.3%	5.3%	-1.0%
HSBC	6.1%	5.5%	-0.6%
<b>평균</b>	<b>6.0%</b>	<b>5.4%</b>	<b>-0.6%</b>

자료: 각 사, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중미 2Y 국채 금리차: 1Q -1.67%p → 2Q -2.75%p



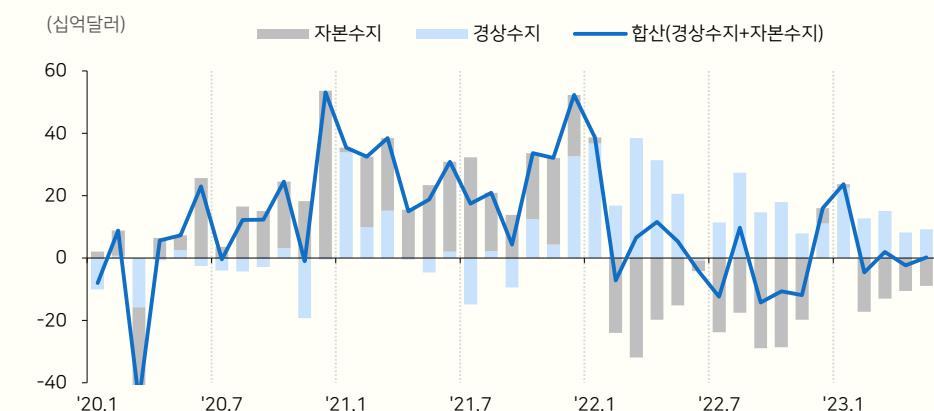
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

### 급격한 자본유출은 제한적

다만 이러한 빠른 위안화 가치 하락에도 불구하고 중국에서의 급격한 자본유출은 아직 확인되지 않고 있다. 올해 중국 내 경상수지와 자본수지의 합산 금액은 1월에 급증한 이후 오히려 안정적이다. 오히려 국제수지는 작년 하반기에 더욱 큰 규모의 유출을 나타냈다(그림 7). 또한 외국인의 본토 A주 누적 순매수액은 1월 급증 이후 횡보 추세였고, 글로벌 펀드 플로우에서도 중국으로부터의 뚜렷한 자금 유출 조짐은 확인되지 않았다(그림 8, 9).

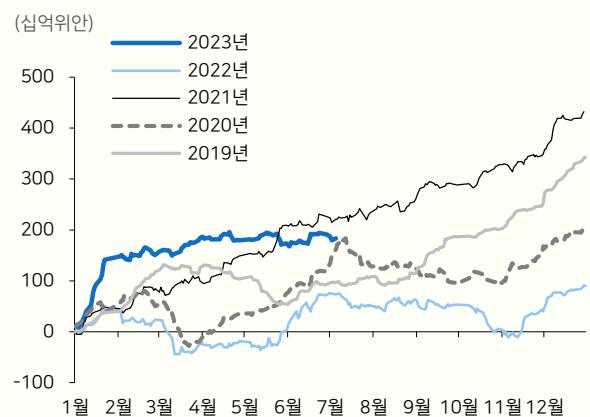
결론적으로 2분기에 나타난 위안화의 급격한 가치 하락은 자금의 실질적인 유출보다는 탈중국이라는 국제환경에서 향후 중국 경기 둔화에 대한 우려 심화가 근본적 원인이며, 미중 금리차 확대가 촉매제 역할을 한 것으로 판단된다.

그림7 중국 자금의 역내외 유출입 추이: '23년 이후 순유출입은 안정적



자료: 외환관리국, 메리츠증권 리서치센터

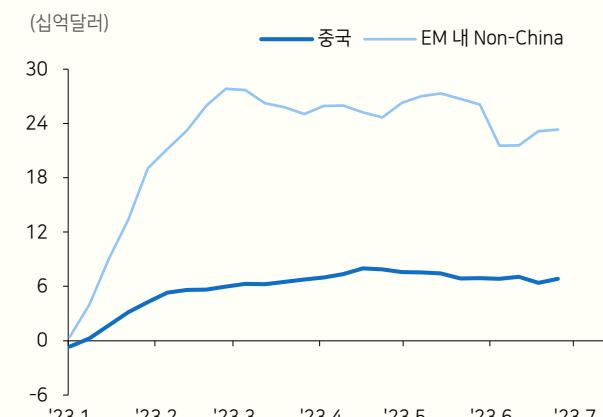
그림8 외국인의 본토 A주 누적 순매수액: 1월 이후 횡보세



주: 후선구통을 통한 외국인들의 직접매매 기준

자료: 중국증권거래소, 메리츠증권 리서치센터

그림9 Lipper 기준 신흥국 내 중국향 Fund Flow: 안정적



주: 중국 펀드 플로우는 신흥국 펀드 중 China, Grater China 및 China 종소형주로 분류된 펀드에 유입된 누적액이며 6월 28일 기준

자료: Lipper, 메리츠증권 리서치센터

## 향후 위안화 전망: 바닥 다지기

당분간 위안화는 기타 통화 대비  
약세 기조 이어갈 전망

당분간 위안화가 기타 통화대비 약세 기조를 이어갈 것이다. 이는 현재 중국의 편더멘털에 기반한 판단이다. 시장 참여자들은 3분기의 경제 정책 기조를 결정하는 7월 말 정치국회의에서 추가 부양책 출범에 대한 기대감이 존재하지만, 현재 중국 정부의 기조가 대규모 부양보다는 경제구조 전환에 더욱 우선순위를 두고 있다는 판단이다. 따라서 이번 정치국회의에서 일부 정책의 fine tuning은 가능하나, 부동 산을 포함한 강력한 수요 유발 정책의 발표 가능성은 낮다. 오히려 추가 통화완화 기조는 미중 금리차 추가 확대로 연결될 수 있어 위안화 가치에는 부담요인이다.

단 현수준에서 정부 개입 증가,  
→ 급격한 절하 가능성 낮아

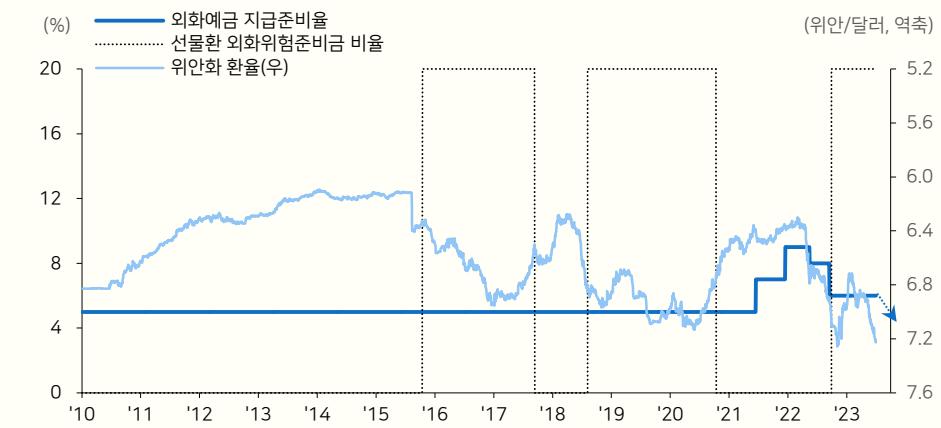
그러나 현 수준에서 추가 급락할 가능성도 크지 않다. 경기 둔화 우려도 이미 상당 부분 위안화에 반영되어 있는데다가, 인민은행이 다시 시장 개입에 나설 가능성이 높기 때문이다. 지난 27일 역외위안화가 달러 당 7.25위안을 기록할 때 인민은행은 달러를 팔아 위안화 방어에 나섰고, 일부 상업은행에서 달러 예금금리를 일부 하향 조정했다. 게다가 지난 주말 인민은행의 당시기에 외화전문가인 판공성 부행장이 새로 부임하면서 보다 적극적인 개입 가능성이 높아졌다. 향후 위안화의 1차 마지노선은 직전 고점이었던 달러 당 7.33위안이 될 것이다.

앞으로 외화예금 지준율 인하와  
시장 개입 예상

향후 위안화 절하의 속도 조절을 위해 인민은행이 취할 수 있는 조치로 1) 외화예금 지급준비율을 현재 6%에서 5%로 인하, 2) 홍콩에서 인민은행의 위안화 어음 발행, 3) 직접적인 시장 개입을 예상한다. 한편 선물환 외화위험준비금 비율은 작년 9월에 이미 20%로 상향하고 계속 시행 중이어서 이번에 추가로 인상할 가능성은 높지 않다(그림 10).

앞으로 위안화가 강세로 전환되려면 1) 미국에서 금리 인상을 중단하며 약달러가 전개되거나, 2) 정부의 추가 부양정책 발표 및 이에 따른 경제지표 개선이 뒷받침되어야 할 것이다.

그림10 과거 중국은 외화예금 지준율 및 선물환 외화위험준비금을 통해 위안화 약세에 개입



자료: 인민은행, 외환관리국, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

## 주식시장 영향: 홍콩증시에 부담요인이나 추가 악영향 제한적

위안화 절하는 홍콩증시에 부담,  
단 이미 상당한 악재 기반영

7월 중국증시, 경기와 무관한  
테크, 방산 등 업종의 강세 예상

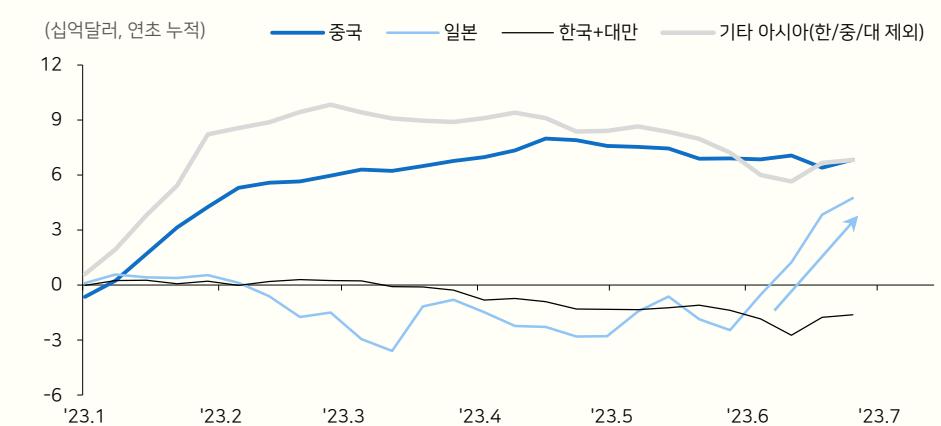
중국 자산가치 부진은 주변 기타  
아시아 국가로의 수급 증가로  
작용 가능

위안화 가치의 하락은 홍콩 주식시장에 더 큰 부담요인이다. 본토보다 홍콩에 해외투자자가 더 많고, 자금의 유출입이 자유롭기 때문이다. 지난 2분기에 홍콩H지수가 7.8% 하락하는 동안, 본토의 상해종합지수와 CSI300 지수 낙폭이 각각 -2.2%, -5.1% 그친 이유이다.

7월 중화권 주식시장은 여전히 박스권 횡보가 예상된다. 경기가 당장 개선되거나 위안화가 다시 강세로 전환될 뚜렷한 모멘텀이 부재하기 때문이다. 다만 하방 압력도 제한적이다. 위안화 환율이 이미 직전 고점 직전까지 하락했고, 절하 속도를 통제하기 위해 정부가 정책 개입을 할 가능성이 높아졌기 때문이다. 대신 중국 주식시장에서는 경기와 무관한 IT, 방산 등 업종 중심으로 상승세가 나타날 것으로 기대된다.

오히려 중화권 자산 가치의 부진한 흐름은 아시아 주변국들이 수급적인 반사이익으로 작용하고 있다. <그림 11>에서 볼 수 있듯이 5월 하순부터 중화권 주식시장이 부진하면서 일본으로의 글로벌 펀드 자금이 강하게 유입되는 것이 확인되었다. 앞으로 중국 주식시장을 비롯한 자산 가치들이 바닥 다지기에 나서겠지만 단기간 내 뚜렷한 반등 모멘텀이 부재하고, 미 연준의 금리 인상 사이클이 점차 막바지에 접어들면서 글로벌 자금이 중국 외 기타 아시아 국가로의 유입은 당분간 계속 지속될 것으로 기대된다.

그림11 연초대비 아시아 주요 증시별 Fund Flow: 5월부터 일본향 자금유입 확대



주: 중국은 신흥국으로 분류된 펀드에서 China, Grater China, China 중소형주 펀드로의 자금 순유입을 기준으로 정리.  
기타 아시아는 신흥국 펀드에서 중국, 한국, 대만으로의 자금 유입을 제외한 것. 일본은 선진국 펀드에서 일본으로 지정된 펀드의 자금 순유입을 기준으로 정리

자료: Lipper Fund Flow, 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 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 발생 할 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.