



## 리스크 요인이 반영되고 있는 중국의 매크로 상황

### 1. 전력난의 여파가 반영되고 있는 중국의 수입

- 중국의 9월 석탄 수입은 전년대비 233.7% 급증한 것으로 확인, 중국은 전력난 해소를 위한 석탄 확보에 주력하는 모습.
- 수입 금액과 물량 측면에서 철 광석, 구리 광석 등 원자재 수입 둔화. 당장에 감산 규제를 충족함과 동시에 에너지 소모가 큰 품목에서부터 전력 소비를 최소화하기 위한 모습이 반영.

### 2. 전력난의 여파로 자극되고 있는 생산자물가

- 9월 투입 물가는 전년대비 14.3% 상승. 투입 물가 중, 에너지가 전년대비 30.3% 상승. 전월대비 기준으로는 3.9% 상승하면서 전력난의 충격이 중국의 생산자 인플레이션에도 반영되고 있는 모습.
- 투입 물가와 산출 물가의 스프레드는 지난 4월부터 확대되기 시작. 전력난으로 인해 투입 물가의 상승 압력은 더 커질 수 있고, 기업들의 마진을 악화시킬 수 있는 소재로 작용할 가능성.

### 3. 중국을 둘러싸고 있는 리스크 요인에 대한 고민

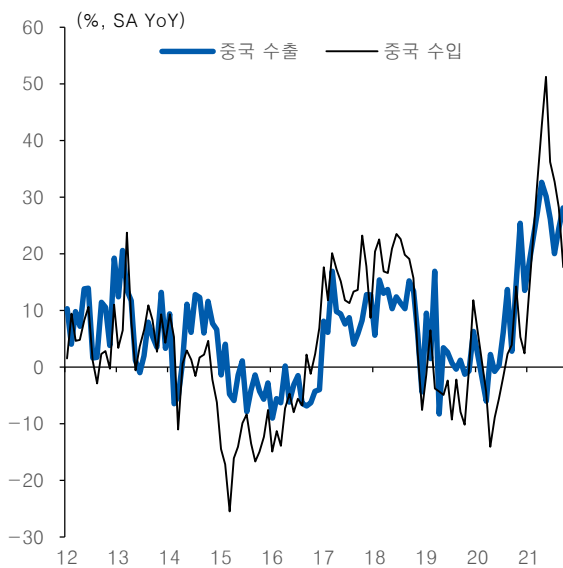
- 전력난에 대해 중국은 공급 확대와 정책 강도 조정으로 적극적으로 대응. 파국적인 경제 충격을 유발할 사안까지는 아닌 것 같다는 판단
- 신용 리스크는 우려가 높아지는 상황. 투자등급으로 볼 수 있는 AA- 이상 회사채와 국고채(5년) 금리 간 신용 스프레드는 연중 최고치 수준으로 상승.
- 중국의 신용 스프레드 상승은 현재 신흥국의 리스크 수위를 높이고 있음.

## 1. 전력난의 여파가 반영되고 있는 중국의 수입

9월 중순부터 중국에 발생한 전력난으로 인해 생산 차질이 예상되며, 중국의 9월 수출은 실적은 기대가 크지 않았다. 컨센서스는 21.0%로 형성되며 8월(25.6%)과 비교해 크게 둔화될 것으로 예상되었 되었다. 그러나 달러화 기준 9월 수출은 전년대비 28.1% 증가하며, 컨센서스를 크게 웃도는 수치를 기록하였다.

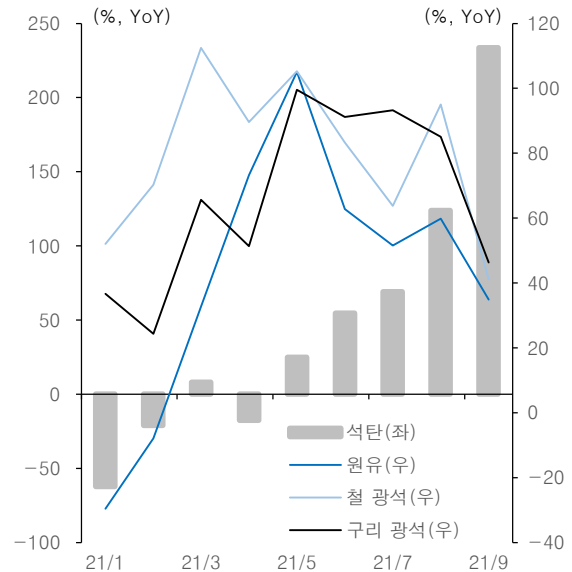
반면 같은 기간 수입은 전년대비 17.6% 증가한 것으로 확인된다. 수입의 경우 8월 증가율(33.1%)은 물론 컨센서스(20.0%)를 크게 하회하였다. 수입 품목별로 살펴보면, 전력난 문제로 석탄 수입이 전년대비 233.7% 급증한 것으로 확인되며, 중국은 전력난 해소를 위한 석탄 확보에 주력하고 있는 것으로 보인다. 한편 중간재로 볼 수 있는 전자부품, 회로 등의 품목들은 수입이 둔화되었고, 물량측면에서 전년대비 기준 구리 광석은 -1.3%, 철광석은 -11.9% 감소하였다. 중간재 수입이 둔화되었다는 점은 아직까지 글로벌 수요가 견조한 가운데 전력난으로 인한 생산 차질을 반영하고 있는 것으로 보인다. 원자재 수입량 감소는 당국의 감산 규제의 여파도 크게 작용했을 것으로 보인다. 또한 해당 원자재는 가공에 있어 에너지 소모량이 상대적으로 높은 품목이다. 따라서 당장에 감산 규제를 충족함과 동시에 에너지 소모를 최소화하기 위한 모습이 고스란히 반영된 것으로 보인다.

[차트1] 중국의 수출입 추이. 수출의 경우, 제조업 섀다운 우려에도 불구하고 서프라이즈 기록. 수입은 둔화



자료: 중국해관총서, 유안타증권 리서치센터

[차트2] 전력난으로 인해 석탄 수입이 급증. 생산 규제의 여파로 원자재 수입은 둔화된 것으로 확인



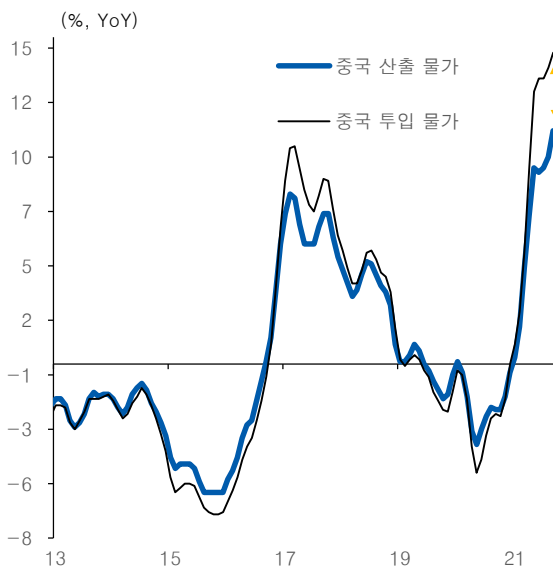
자료: 중국해관총서, 유안타증권 리서치센터

## 2. 전력난의 여파로 자극되고 있는 생산자물가

중국의 전력난의 여파는 생산자물가의 추가 상승 압력으로 반영되고 있다. 생산자물가는 생산 과정에서 소요되는 투입 물가와 생산이 마무리되고 산출되는 최종 산출 물가로 구분될 수 있다. 9월 투입 물가는 전년대비 14.3% 상승하였는데, 투입 물가 중 에너지가 전년대비 30.3% 상승하였다. 전월대비 기준으로는 3.9% 상승하면서 전력난의 충격이 중국의 생산자 인플레이션에도 반영되고 있는 모습이다. 한편, 최종 산출 물가는 전월(9.5%), 컨센서스(10.5%)보다 더 높은 전년대비 10.7% 상승을 기록했다.

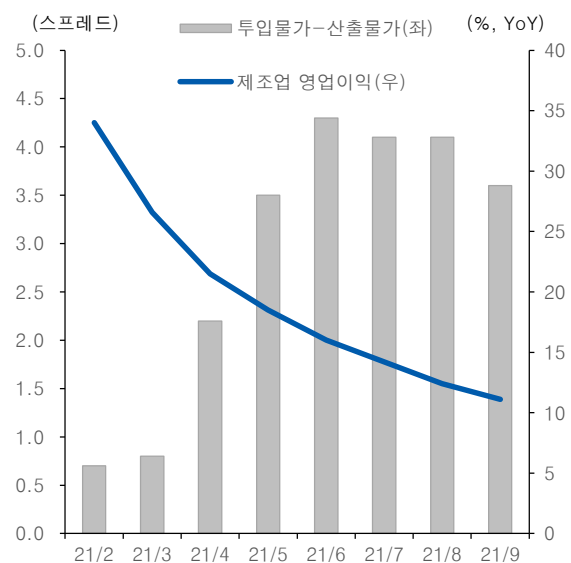
투입 물가와 최종 산출 물가의 스프레드를 통해 기업의 부담을 생각해볼 수 있다. 투입 물가가 최종 산출 물가 보다 높다면 기업은 마진 축소로 인해 이익률 하락이 발생하게 될 것이다. 투입 물가와 산출 물가의 스프레드는 4월부터 확대되기 시작했다. 이번 전력난으로 인해 투입 물가의 상승 압력은 더 커질 수 있고, 기업들의 마진을 악화시킬 수 있는 소재로 작용할 수 있다. 한편 소비자물가 상승률은 여전히 낮은 상태이다. 중국의 9월 소비자물가는 전년대비 0.7% 상승에 그쳤으며, 전월(0.8%)보다 인플레이션 압력이 낮아진 것으로 보인다. 이처럼 중국 내 가계 수요가 정체된 상태에서, 생산자는 당장의 부담을 가계에 전가하기 어렵다. 따라서 마진 축소에 따른 부담을 떠안을 수 밖에 없어 보인다.

[차트3] 투입 물가와 산출 물가의 추이. 투입 물가의 상승률이 상대적으로 높은 상황, 기업의 마진이 축소될 여지



자료: 중국 국가 통계국, 유안타증권 리서치센터

[차트4] 투입 물가와 최종 산출 물가의 스프레드 확대(마진 축소), 둔화되고 있는 중국 제조업 영업이익 증감률



자료: 중국 국가 통계국, 유안타증권 리서치센터

### 3. 중국을 둘러싸고 있는 리스크 요인에 대한 고민

중국은 둔화되고 있는 매크로 여건에서 발생한 전력난과 헝다그룹 디폴트 위험으로 중국 매크로에 대한 우려가 높아지고 있다. 우선 당장 시급한 전력난 이슈부터 생각해 본다면, 지난 10월 8일 국무원 상무회의에서 향후 6개월간 석탄 공급 확대를 시사했다. 지방정부의 일률적인 전력 생산 및 송전 제한과 무리한 탄소저감 추진 수정 등을 통해 정책 부작용에 대한 완충 의지를 강력하게 시사하고 있다. 다만 아직까지 연료탄 현물가격의 상승세가 진정되고 있지는 않고 있지만 수급 불균형 해소를 위한 중국 당국의 석탄 공급 확대 의지가 지속적으로 확인되는 만큼, 해당 이슈가 항구적으로 파국적인 경제 충격을 유발할 사안까지는 아닌 것 같다는 판단이다.

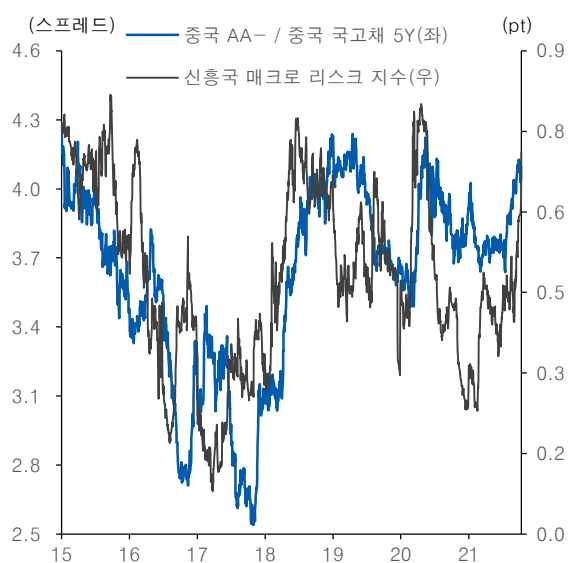
다음으로 헝다그룹 이슈를 계기로 신용 리스크에 대해서는 우려가 높아지는 상황이다. 투자등급으로 볼 수 있는 AA- 이상 회사채와 국고채(5년) 금리 간 신용 스프레드는 연중 최고치 수준으로 상승한 상태이다. 현재 중국의 신용 스프레드 상승은 신흥국 전반에 영향을 주면서 리스크 수위를 높이고 있다. 현재뿐만 아니라 내년 상반기까지 중국의 회사채 시장에서 규모가 큰 회사채 만기 도래가 이어진다는 점에서 신용 리스크 우려는 당분간 지속될 것으로 생각된다.

**[차트5]** 중국 연료탄 현물가격. 중국 당국의 강력한 석탄 공급 확대 정책에도 즉각적인 해소는 어려워 보임



자료: 정주상품거래소, 유안타증권 리서치센터

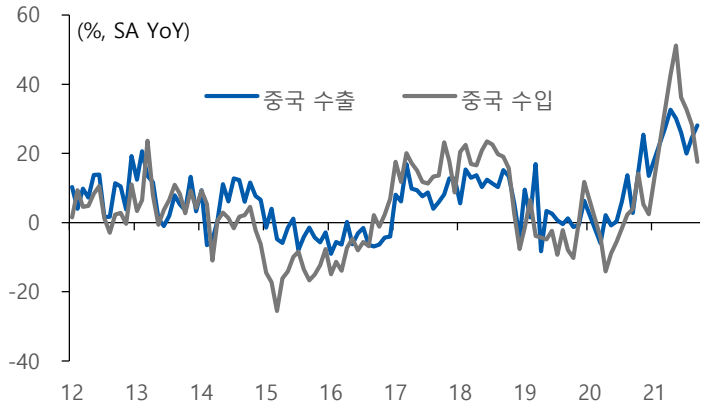
**[차트6]** 헝다그룹 이슈를 계기로 중국의 신용 스프레드 급격히 상승. 신흥국 전반에 리스크 수위를 높이는 양상



자료: Bloomberg, Wind, 유안타증권 리서치센터

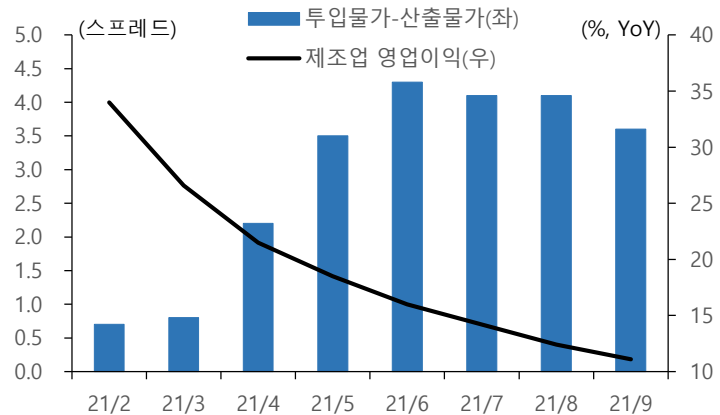
Key Chart

중국의 수출입 추이. 수출의 경우, 제조업 섰다운 우려에도 불구하고 서프라이즈 기록. 수입은 둔화.



자료: 중국해관총서, 유안타증권 리서치센터

투입 물가와 최종 산출 물가의 스프레드. 투입 물가 압력이 상대적으로 높은 상태로, 기업 마진 축소에 영향을 줄 수 있음. 중국 제조업 영업이익 증감률도 둔화세.



자료: 중국 국가 통계국, 유안타증권 리서치센터

형다그룹 이슈를 계기로 중국의 신용 스프레드 급격히 상승. 신흥국 전반에 리스크 수위를 높이는 양상.



자료: Bloomberg, Wind, 유안타증권 리서치센터