

2023. 12. 6(수)

## 최설향의 Real China



글로벌 투자전략-신중국  
Analyst 최설향  
02. 6454-4883  
xuehua.cui@meritz.co.kr

## 과거 사례로 보는 중국 신용등급 하향 영향

- ✓ 5일 무디스는 중국 신용등급 전망을 '안정적' → '부정적'으로 하향, 평가등급은 A1으로 유지
- ✓ 2013년부터 중국은 총 4차례 평가등급 및 전망 하향 조정, 경기 회복 구간 영향 없었음
- ✓ 단기적으로 투자심리 악화에 따른 변동성 확대, 관건은 내년 중국 경기 회복 속도

## 중국 신용등급 강등: 개요와 과거사례

무디스, 중국 국가  
신용등급 전망 하향 조정

지난 5일 세계 3대 신용평가사인 무디스가 중국의 국가신용등급 전망을 '안정적'에서 '부정적'으로 하향 조정했다. 대신 국가신용등급은 A1으로 유지했다. 전망을 하향 조정한 배경은 부동산 부문의 축소로, 정책당국이 부채가 많은 지방정부와 국영기업에 대한 재정부양에 초점을 맞추게 되면서 중장기 재정, 경제 및 제도적 역량이 약화될 수 있기 때문이다. 또한 '24년과 '25년 중국 성장률 전망치를 각각 4.0%, 4.0%로 제시했다.

과거 4차례 조정 사례

중국은 2013년부터 총 4차례의 신용등급과 전망이 하향된 바 있다. 피치사가 2013년 로컬 통화화에 대해 신용등급을 한 단계 강등했고(AA-→A-), 무디스는 2013년과 2016년에 신용등급 전망을 2번 하향 조정, 2017년 5월에 신용등급을 강등했다<표 1>. 당시 본토와 홍콩 주식시장의 반응은 2013년 빼고 거의 영향을 받지 않았다. 2013년에는 당해 6월 처음으로 중국에서 그림자금융(WMP) 등 금융 리스크가 불거졌고, 정부의 유동성 공급 조치에 1달간의 증시 급락 후 다시 반등했다.

표1 과거 중국 신용등급 및 전망 하향 조정 사례와 당시 주식시장 반응

발표 일자	신용평가 등급 변경 내역	구분	CSI300 수익률 (%)					HSCEI 수익률 (%)				
			1D	5D	1M	3M	6M	1D	5D	1M	3M	6M
2013-04-09	피치, 로컬통화 신용등급을 AA-→A-로 강등(외화유지)	등급 강등	0.7	-1.2	1.5	-13.1	-1.9	1.7	-1.7	6.2	-14.7	-0.7
2013-04-16	무디스, 신용등급 전망을 긍정적→안정적으로 조정	전망 하향	0.9	-0.4	3.8	-5.8	-1.6	-0.1	0.0	5.7	-9.7	1.9
2016-03-02	무디스, 신용등급 전망을 안정적→부정적으로 조정	전망 하향	4.1	0.7	5.6	3.8	8.6	3.8	0.8	5.6	4.0	15.7
2017-05-24	무디스, 신용등급을 Aa3→A1으로 강등	등급 강등	0.0	2.0	5.8	9.1	19.9	0.0	2.0	0.4	5.4	14.6

자료: 각 신용평가사, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 중국 주식시장 영향 및 전망

중국 주식시장에 주는  
충격 제한적

이번 신용등급 전망 하향 조정이 중국 주식시장에 미치는 충격은 단기적일 것으로 판단된다. 1) 무디스가 지적한 문제는 이미 금융시장에서 인지했던 문제이고 부동산 리스크는 지난 2년간 주가와 크레딧 시장에 상당 부분 반영되었으며 2) 중국 경기가 느리지만 점차 개선되고 있기 때문이다. 최근 30개 도시의 주택 거래량도 추가 악화되는 양상이 나타나지 않고 있다(그림 1).

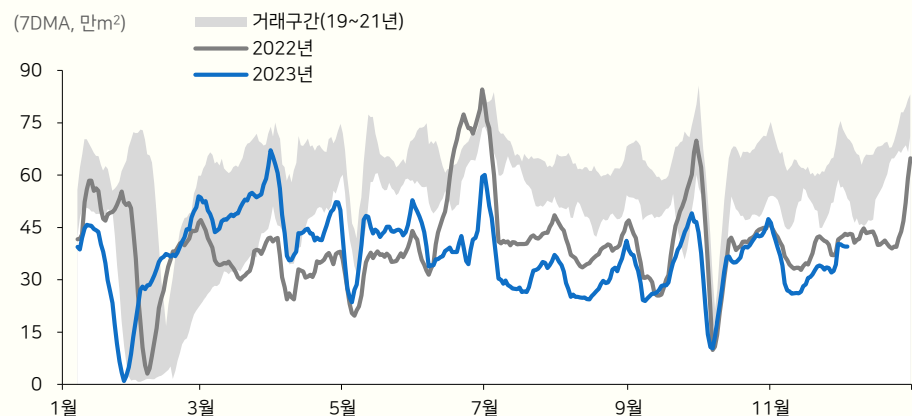
전일 외환시장에서 위안화 환율도 전일대비 0.3% 상승한 7.17위안/달러를 기록했지만 스왑 포인트는 아직 뚜렷한 약세 기대를 반영하지 않았고, 중국 CDS 프리미엄도 63pt(+7.8% DoD)로 전반적으로 안정적인 수준이다. 미국 증시에서 중국 ADR로 구성된 KWEB ETF도 -1.8% 하락으로 출발했으나 -0.5%로 낙폭을 축소했다. 단 해외자금 비중이 높은 홍콩증시 충격이 본토보다 클 수 있다. 신용등급 전망 하향에 이어 최근 ▲미국 하원에서 '홍콩사무소 폐쇄법' 통과, ▲대만 선거 불확실성 확대 등 지정학적 리스크까지 부각되기 때문이다.

관건은 다시 경기 회복

향후 1년의 증시의 관건은 중국 정책당국의 경기부양 강도와 경기회복 속도이다. 과거 사례에서 볼 수 있듯이 경기가 회복되는 2017년에는 신용등급 강등이 있어도 주식시장은 상승했다(그림 2). 지난 10월 중국은 확장적 재정기조로 전환했고, 내년 성장률 목표를 잠재성장률에 가까운 5.0% 전후로 설정할 가능성이 높아졌다. 오는 경제공작회의에서 경기부양에 대한 의지를 가늠할 필요가 있겠다.

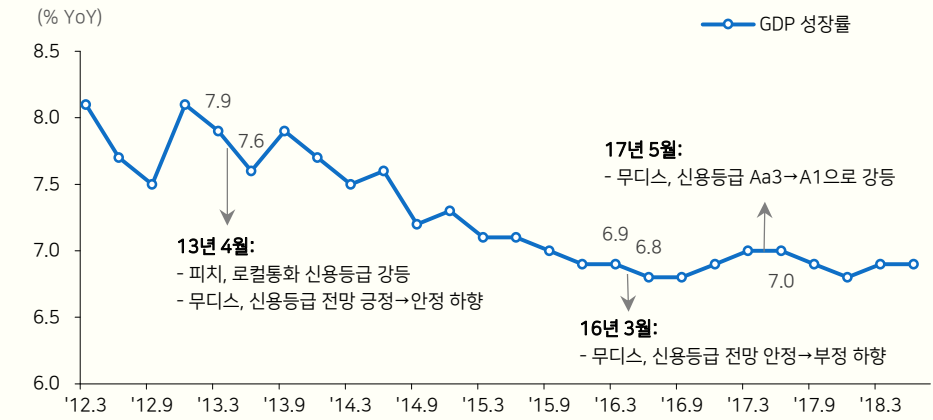
한편 중국은 궁극적으로 생산성 향상을 도모할 수 있는 새로운 성장동력을 찾아 부동산 의존도 하락을 상쇄해야 한다. 이를 달성하기 위해서는 신기술 개발뿐만 아니라 부채 구조조정도 동반되어야 할 것이다. 1998년 주룽지 총리가 시행했던 상업은행 부실자산(NPL) 처리와 같은 구조개혁이 수반되어야 하는 이유이다.

그림1 중국 30개 주요 도시의 일간 주택 거래량: 추가적인 급격한 악화는 없어



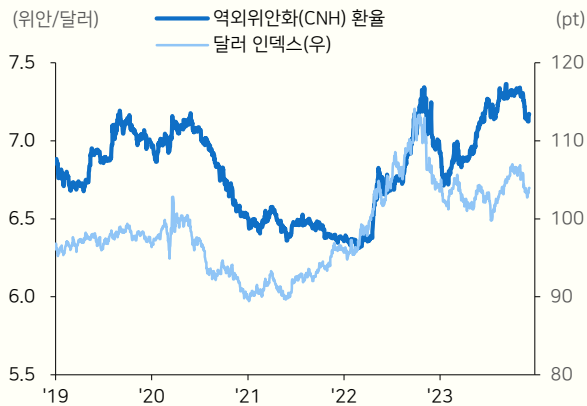
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림2 분기별 GDP 성장률과 신용평가등급 및 전망 하향 추이: 경기가 회복되면 영향 제한적



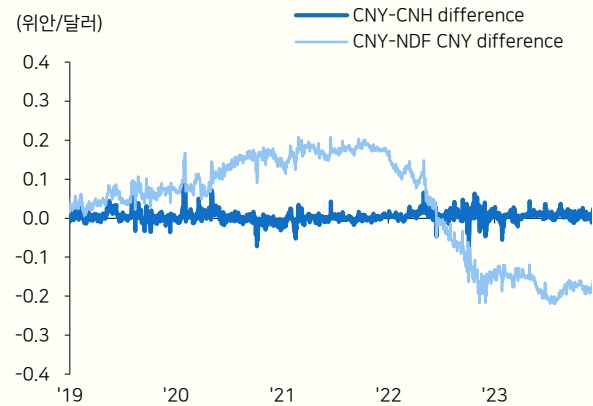
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림3 위안화 환율(CNH): 7.17(+0.3% DoD)



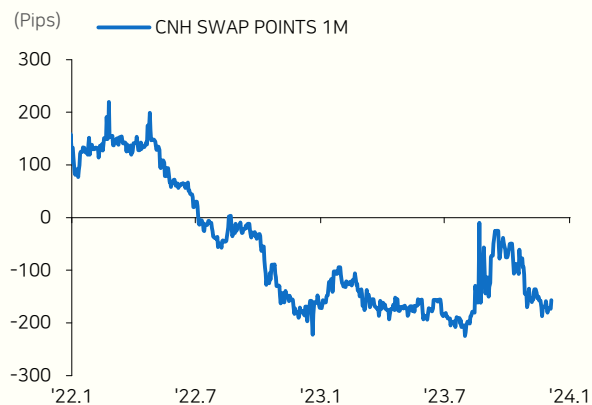
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 역내외 및 선물환 위안화 스프레드



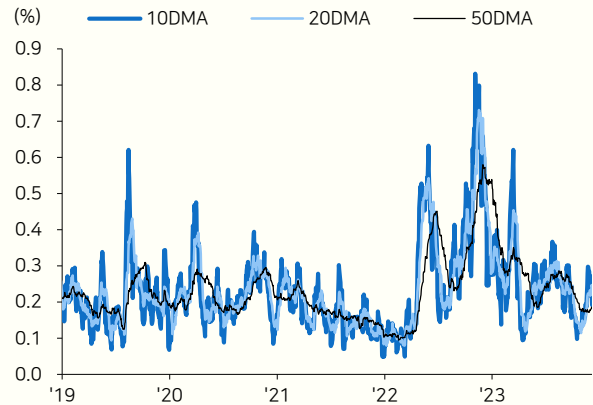
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 위안화(CNH) 스왑 포인트: 소폭 반등, 약세 강화 제한



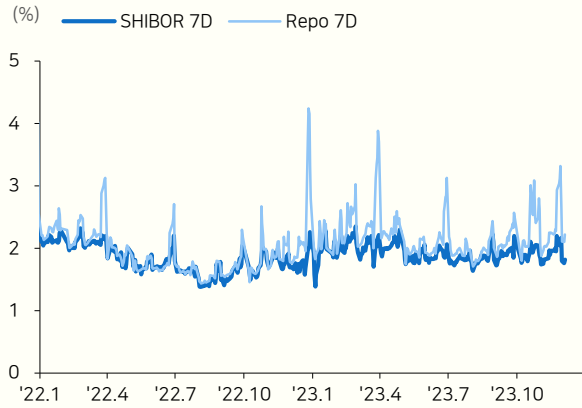
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 위안화 환율 변동성: 소폭 상승



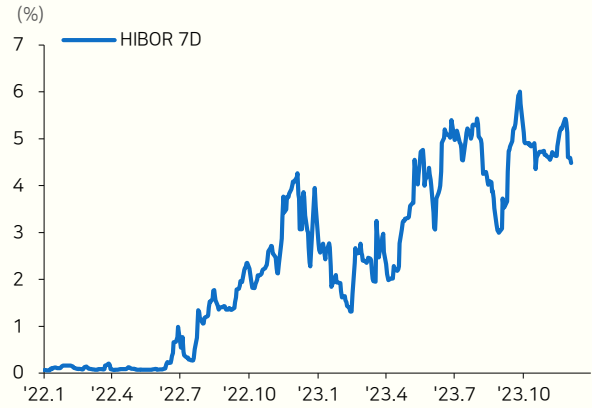
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 중국 역내 단기자금 금리 상승, 단 경계수준은 아님



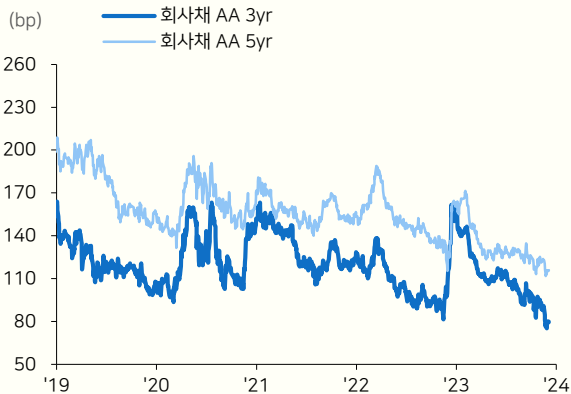
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 홍콩달러 7일물 금리: 하락



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 중국 본토 위안화 크레딧 스프레드: 빠르게 하락



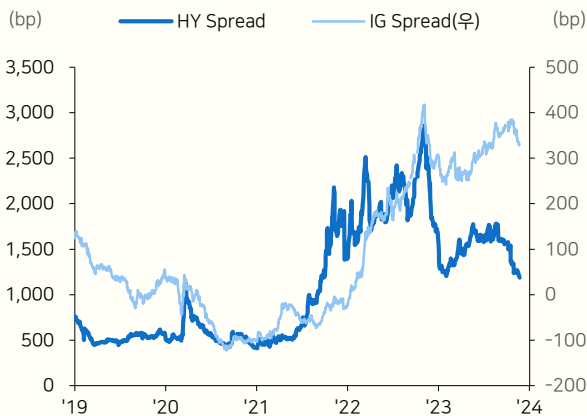
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림10 중국 CDS 프리미엄: 63.3pt(+7.8% DoD), 안정 레벨



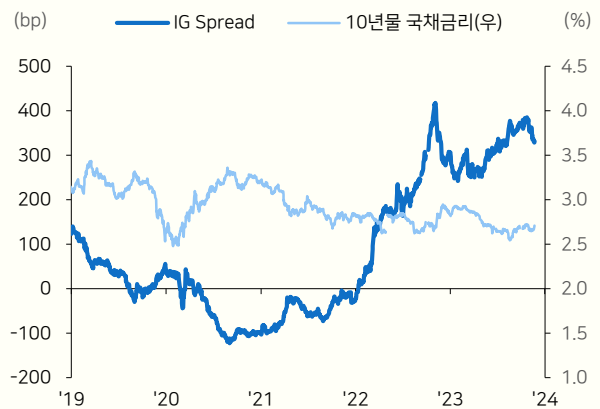
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 중국 역외 하이일드(HY)와 투자등급(IG) 크레딧 스프레드



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 중국의 역외 투자등급(IG) 크레딧 스프레드와 10년 국채금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 중국 정부의 부동산 부양책에 관한 세부 내용

기관명	발표일자	정책 주요 내용
인민은행(PBoC)	2023-08-20	각 상업은행들은 부동산에 대한 대출 정책 개선, 지원 확대할 것 (금융리스크 안전 화상 회의에서 언급)
	2023-08-21	1년물 LPR 금리 10bp 인하(3.55%→3.45%), 5년물 LPR 금리 동결(4.2%→4.2%)
	2023-08-24	건설은행 CFO, 기존 모기지예에 대한 금리 인하 정책 검토 중, 인하 가능성이 높을 전망
	2023-08-29	초상은행 사장 비서, 기존 모기지에 대한 금리 인하 가능성은 매우 높아, 초안은 작성되었고 최종안 검토 중
	2023-08-30	기존 모기지 대출금리 인하 관련 가이드선 발표. 신규 모기지금리는 최소 대출 당시 해당 지역의 모기지 하한선 이상일 것
	2023-09-05	4대 대형은행의 기존 모기지 금리 인하 4가지 요건 발표: 23년 8월 31일 이전의 1주택 주거용 상업대출만 가능하며, 대출금리는 대출 받은 당시 해당 지역의 모기지금리 하한선을 기준으로 조정
	2023-09-14	15일부터 중국 상업은행 지급준비율 25bp 인하 시행(기존 5% 시행하던 중소형은행은 동결)
주택건설부	2023-08-25	가족 구성원들이 주택을 구매 시 구매자 명의 하에 대출기록이 없으면 1주택 구매기준으로 모기지금리 및 대출한도 적용
	2023-08-30	광저우시, 8월 18일부터 모든 상업은행에서 완료된 1주택 판정 요건 적용 실시. 전국에서 가장 먼저 시행
	2023-08-30	선전시, 8월 31일부터 모든 상업은행에서 완료된 1주택 판정 요건 적용 실시, 광저우시에 잇따른 2번째 지역 발표
	2023-09-01	상하이시와 베이징시, 9월 2일부터 완료된 1주택 판정 요건 적용 실시 → 4개 1선도시에서 해당 정책 발표 완료
	2023-09-05	항저우시, 9월 5일부터 완료된 1주택 판정 요건을 적용하여 시행하기로 발표
	2023-09-18	톈진시와 후베이성의 제2도시인 이창시에서 1주택 판정 기준 완화 정책 시행을 공식화
재정부	2023-08-25	기존주택을 매도하고 1년 내 신규주택 구매 시 기존주택에 대한 개인소득세 환급, 시행기간은 24/1/1~25/12/31
국무원 상무회의	2023-08-25	“보장성주택 건설 계획에 관한 지도의견” 발표. 보장성주택의 계획 건설을 잘하고 품질과 주변 인프라 구축 강화할 것
증감회	2023-08-27	부동산 상장사들의 Re-financing은 발행가격 하회, 적자 등 규제 요건을 더 이상 적용 받지 않음
지방정부	2023-09-07	선양, 창춘, 다롄, 난징 등 지역에서 1)구매제한책 폐지, 2)주택 구매 시 이자 보조금 지급(최대 1만원), 3)농민공/대학생 주택 구매 장려 등 부동산 부양책들을 발표
	2023-09-08	광저우시, 9/8일부터 1주택 대출금리는 4.1%(5Y LPR-10bp)로 시행, 1선도시 중 가장 먼저 LPR보다 낮게 제공
	2023-09-09	란저우시, 부동산 구매제한 폐지, 보조금 지급, 세금 감면 등 부동산 부양 종합 패키지 발표
	2023-09-11	선전시 구매요건 완화. 기존에는 이혼 3년까지 기존 가구의 주택 보유수에 따라 1주택 판정을 받았으나 해당 규제 취소
	2023-09-11	쑤저우시 30평 이상부터 구매제한 요건 철폐, 산둥성 지남시에서도 핵심구역 이외 지역 구매제한 폐지
	2023-09-12	정저우시 구매제한 폐지, 난징시는 10/9일부터 호구 취득 요건을 대폭 완화. 인재유치 범위를 대학생→전문대생까지 확대
	2023-09-15	허페이시 구매제한 전면 폐지
	2023-09-19	우한시 구매제한 전면 폐지. 9월 1일부터 19일까지 선양, 난징 등 총 11개 도시에서 구매제한 정책을 전면 폐지함
	2023-09-20	광저우시, 11개 구역 중 6개 구역을 제외한 5개 구역의 구매제한 폐지, 부가가치세 면제기간은 5년→2년으로 축소
	2023-09-26	스촨성 청두시, 구매요건 심사 지역에서 43평 이상의 주택구매는 심사 폐지, 도시 외곽 지역은 구매자격요건 폐지
	2023-11-22	선전시, 23일부터 2주택 계약금 비율을 일반주택 70% → 40%, 일반주택이 아닌 경우 80% → 40%
인민은행, 금융감독관리국 증감회 합동	2023-11-17	합동 좌담회 개최하여 50개의 부동산 개발기업 “화이트 리스트”에 대출 지원 강화에 합의 - 민영, 국영 디벨로퍼에 동일하게 합리적인 용자 수요를 지원할 것 - 정상적으로 운영 중인 디벨로퍼로부터 대출 회수 혹은 중단 조치를 하지 말 것 - 각 상업은행은 당행 평균 대출 증가율 이상으로 민영 건설사와 관련 모기지를 늘려줄 것을 요구

자료: 언론 종합, 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.