중국의 정책금리와 원화가치의 변화

Market Analyst 이재만
02-3770-3598 aluckydream@myasset.com

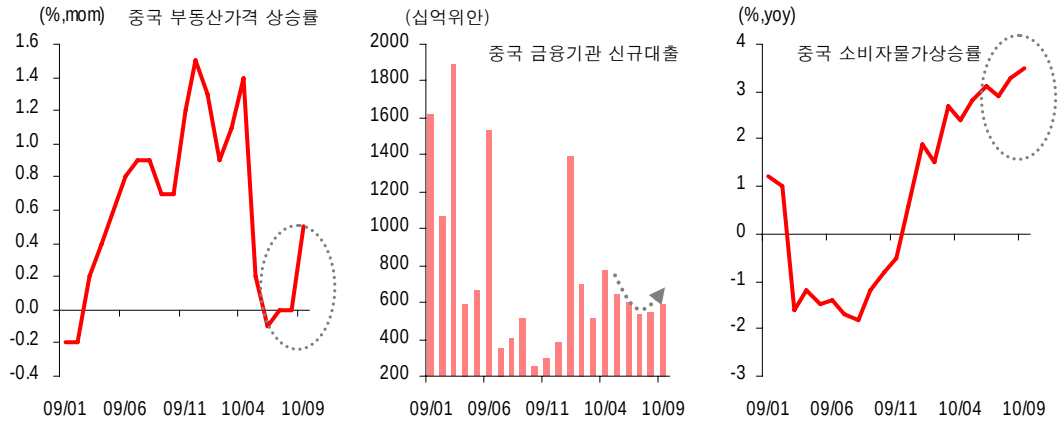
중국 17차 5중 전회 폐막, 정책이벤트 1라운드 마무리. 그러나 끝은 기준금리 인상

중국의 17기 중앙위원회 5차 전체회의가 막을 내렸다. 향후 5년 동안의(2011년~2015년) 발전계획은 시장의 기대와 크게 다르지 않았다. 고성장에 대한 목소리를 낮추는 대신 소득분배, 경제성장방식, 산업구조조정에 대한 강한 의지를 피력했다.

그러나 시장참여자가 피부로 느끼는 결과는 다를 수 있다. 전일 중국 인민은행은 기습적(?)으로 기준금리인 1년 만기 대출금리를 25bp 인상한 5.56%로 결정했기 때문이다(예금금리도 25bp 인상한 2.5%로 결정). 최근 상승(증가)한 부동산 가격, 금융기관 신규대출, 소비자물가 등을 억제하기 위한 경제적인 목적이 배경으로 깔려 있을 것이다.

정치적인 목적도 있다. 금번 전회에서 소득분배를 강조한 만큼 부동산 가격의 급격한 상승은 소득 불균형 및 사회 갈등의 원인이 될 수 있다는 점을 고려해 단행한 조치일 가능성도 있다. 또한 G20정상회담에서 위안화 절상 문제로 여타 선진국의 공격을 받을 수 있다는 점을 감안해 선진국의 초저금리 정책의 문제점(자산가격 버블 형성, 신흥국 금융시장 교란 등)을 비판할 수 있는 무기를 획득하기 위한 전략 중 하나일 수 있다는 추측이 가능하다.

중국이 정책금리 인상을 단행했던 경제적 배경: 부동산 가격 상승률 2010년 4월 이후 최고 수준 기록, 금융기관 신규대출 2개월 연속 증가, 소비자물가상승률 2개월 연속 3%를 상회



자료: CEIC, 동양종합금융증권 리서치센터

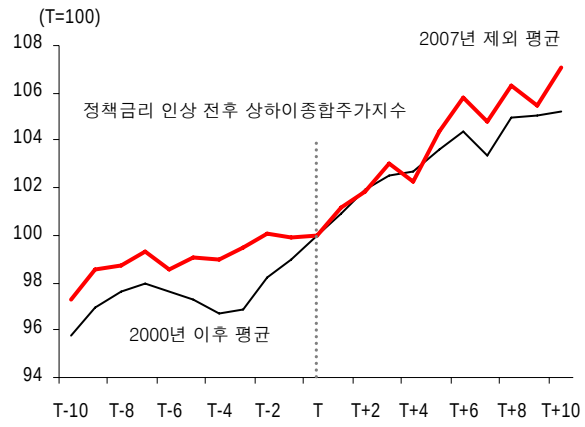
중국의 정책금리 인상은 부정적? 과거 경험은 그렇지 않다

중국의 정책금리 인상이 증시에 미치는 영향을 점검해 볼 필요가 있다. 글로벌 저금리 기조 정책을 유지하고 있는 상황에서 글로벌 경제에서 영향력이 커진 중국의 정책금리 인상은 투자심리적인 측면에서 보면 부정적인 영향을 줄 수 있다는 점을 염두에 둘 필요가 있다. 특히 시장참여자들이 예상하지 못하고 있었다는 점을 고려할 때 일시적인 쇼크는 크게 나타날 가능성도 있다. 그렇다면 실제로 과거 증시 흐름은 어떤 모습을 보였을까?

그러나 2000년 이후 중국의 정책금리 인상 시점(T)을 전후로 상하이종합주가지수 추이를 보면 금리인상 후 이전 보다 상승세가 더 빠르게 진행됐다. 2007년은 버블(Bubble)이 형성된 시기라는 점을 고려해 비교 대상에서 제외해도 결과는 마찬가지다. 국내 증시는 어떨까? 동일한 기준으로 KOSPI 흐름을 보면 상하이종합주가지수와 크게 다르지 않다. 물론 상승탄력이 중국 증시만큼 안되지만 큰 충격을 받지 않았다는 점을 상기할 필요가 있다.

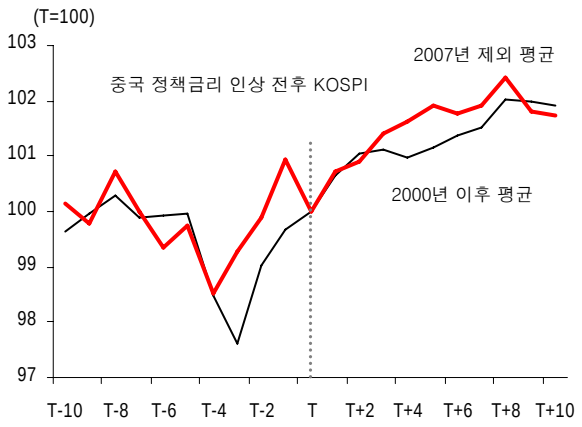
과거 중국의 정책금리 인상이 증시에 큰 영향을 주지 않는 이유는 중국 정부가 정책금리 인상 전 지준율 인상을 통해 시장참여자들에게 정책금리 인상 시그널을 미리 주기 때문이라고 판단된다. 금번의 경우도 중국은 연초 이후 지준율을 네 차례나 인상했다. 이미 금리 인상의 부정적인 영향은 일정 부문 증시에 선반영되어 있는 상황이라고 판단된다.

중국 정책금리 인상이 증시에 부정적인 영향을 주지 못함



자료: Datastream, 동양종합금융증권 리서치센터

국내 증시도 중국 정책금리 인상의 부정적인 영향은 거의 없음



자료: Datastream, 동양종합금융증권 리서치센터

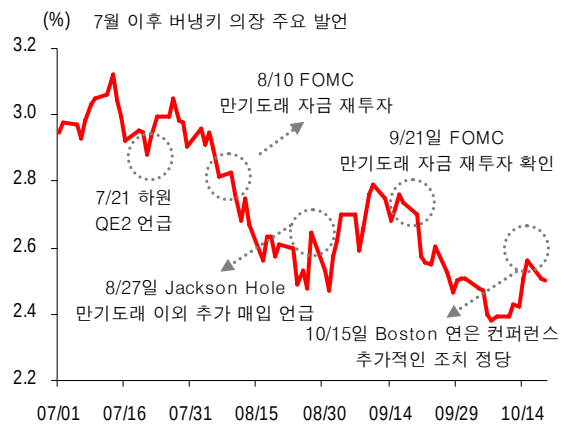
미국 FOMC회의, 정책이벤트의 2라운드

중국의 정책금리 인상 보다는 미국의 정책이벤트에 관심을 가질 필요가 있다. 앞으로 미국의 중간선거(11/2일)와 FOMC회의(11/2~3일)가 기다리고 있다.

이제 정책이벤트는 2라운드에 진입했다. 금번 FOMC회의에서 발표될 추가 양적완화정책(이하 QE2)에 투자가의 관심이 모아지고 있다. 물론 QE2 실행에 관련해 내부적인 반발도 있지만, 최근 버냉키 의장의 발언을 통해 추정해 보면 QE2 실행 가능성은 높다.

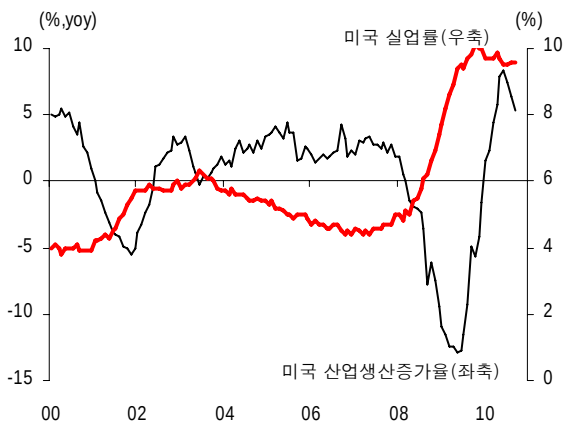
버냉키 의장이 QE2 실행 가능성을 처음으로 언급한 7/21일(하원 경제상황 설명회) 이후 미국의 2년물과 10년물 금리는 각각 -20bp와 -30bp가 하락했다. 또한 미국의 높은 실업률(10월 9.6%)과 둔화되고 있는 산업생산증가율(9월 YoY 5.4%, 3개월 연속 상승률 둔화) 등도 추가적인 금융완화정책 실행의 필요성을 보여주고 있다. 미국의 QE2실행과 저금리 기조 유지는 달러약세의 원인을 제공할 것으로 판단된다.

버냉키의장의 주요 발언은 QE2 실행 가능성이 높음을 암시



자료: CEIC, 동양종합금융증권 리서치센터

미국의 경제회복 속도 둔화도 QE2 필요성을 암시



자료: CEIC, 동양종합금융증권 리서치센터

신흥국 통화가치의 절상이 보다 빠르게 진행될 가능성 높음

최근 [달러약세-유로강세] 구조가 형성되고 있다. 지난 6월 1유로당 1.2달러까지 하락했던 유로환율은 최근 1유로당 1.4달러까지 상승했다. 이는 최근 FRB와 ECB의 자산규모 변화를 통해서 설명이 가능하다. 2009년 이후 FRB 자산규모는 지속적으로 증가세를 보인 반면 ECB의 경우는 2010년 6월을 고점으로 다소 축소되는 모습을 보였다. 지난 6월 이후 유럽의 재정위기 등과 시스템리스크가 크게 부각되지 않았다는 점을 고려할 때 시중에 풀린 유동성 규모 차이는 자국의 통화가치를 결정하는데 중요한 역할을 했다. 시중에 유동성이 상대적으로 많이 풀린 미국의 통화가치가 유로대비 약세를 보였던 것은 당연한 결과 중 하나다.

그러나 일본(10/5일 정책금리는 사실상 제로로 인하), 유럽(정책금리 1%로 유지하며 개별 회원국 중앙은행들의 국채매입을 통한 유동성 공급 허용), 영국(정책금리 0.5%로 유지하며 자산매입을 계획하고 있는 것으로 알려진 상황)등이 경쟁적으로 양적완화정책을 실행하고 있어, 달

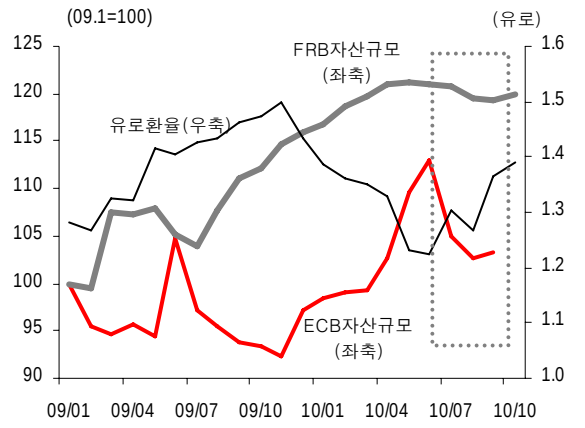
러대비 선진국 통화의 강세를 일방적으로 예측하기는 어렵다.

한편 신흥국의 경제성장과 물가상승이 예상보다 빠르게 진행되고 있어, 추가적인 금융완화정책이 필요한 상황은 아니다. 오히려 중국과 같이 정책금리 인상의 시점을 고민하고 있는 상황이다. 선진국의 양적완화정책 경쟁으로 글로벌 상품가격(곡물, 원자재 등)이 상승하고, 이는 원자재 수입수요가 큰 신흥국(특히 신흥아시아) 국가들의 인플레이션 압력을 높이고 있다.

최근 중국과 인도의 시중금리가 상승하는 것은 기대인플레이션을 반영한 결과 중 하나라고 판단된다. 미국-유럽-중국의 1년물 국고채 금리의 상승 속도를 보면, 중국과 인도가 미국과 유럽에 비해 확연히 빠르게 나타나고 있다.

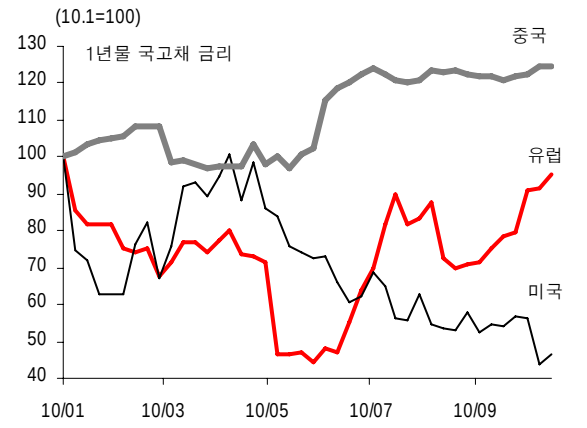
글로벌 유동성 이동의 모티브 중 하나는 금리다. 즉 금리가 낮은 곳에서 높은 곳으로 이동하는 것이 유동성의 원리 중 하나다. 신흥국(특히 신흥아시아)의 고금리는 미국의 QE2로 풀리는 유동성을 유인할 수 있는 미끼가 될 것으로 판단된다.

미국이 유럽보다 유동성을 더 많이 푼 상황. 달러약세-유로강세



자료: Datastream, 동양종합금융증권 리서치센터

신흥국의 고금리는 글로벌 유동성 유입의 발판을 제공

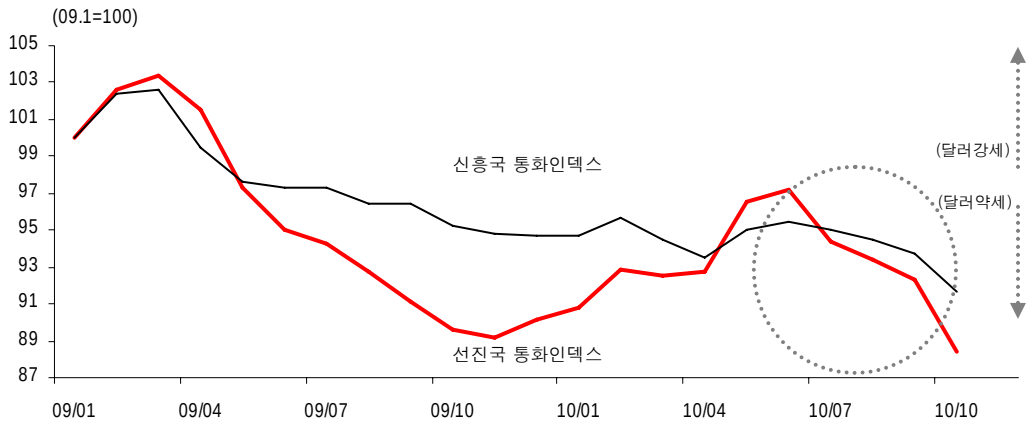


자료: Datastream, 동양종합금융증권 리서치센터

또한 미국 달러대비 선진국 통화인덱스(Major Currency Index: 유로, 캐나다, 일본, 영국, 스위스, 호주, 스웨덴 7개국의 교역가중평균 달러지수)와 신흥국 통화인덱스(Other Important Trading Partner: 중국, 멕시코, 한국 등 Major 7개국을 제외한 19개국 교역가중평균 달러지수)를 보면, 최근 선진국의 통화가치가 상대적으로 빠르게 절상되는 모습을 보이고 있다.

결과적으로 QE2 실행 기대감이 확산된다면 고금리를 유지하고 있고, 달러대비 절상률이 낮았던 신흥국 통화가치의 절상 속도가 상대적으로 빠르게 진행될 가능성이 있다.

최근 달러대비 선진국 통화가치 절상 속도가 신흥국에 비해 가파른 속도로 진행. 이후 신흥국 통화가치 절상이 가파르게 진행될 가능성이 있음

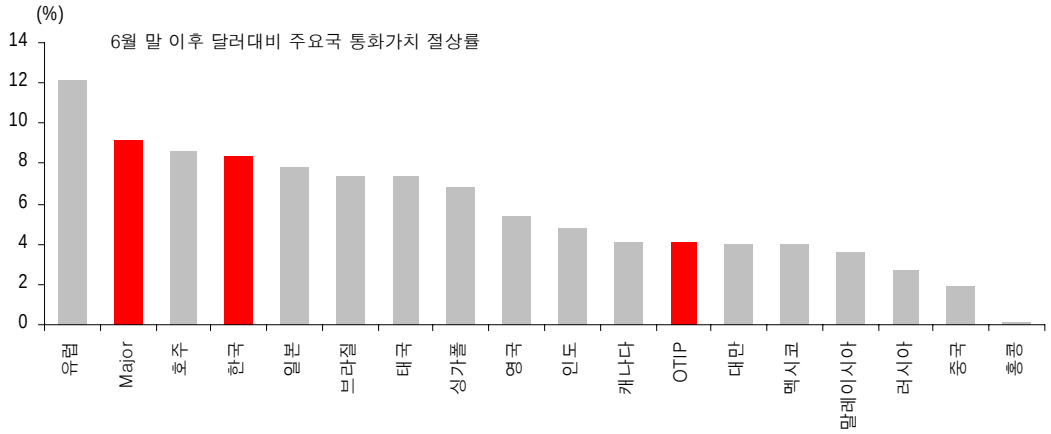


자료: FRB, 동양종합금융증권 리서치센터

원화강세로 전환될 가능성이 있다. 다만 절상속도는 이전에 비해 완만하게 진행

FOMC회의를 전후로 원/달러환율도 재차 하락 전환할 가능성이 높다(원화강세). 다만 원/달러 환율의 하락 속도는 이전에 비해 둔화될 가능성이 높다. 우선 선진국과 신흥국 통화인덱스를 구성하고 있는 국가 중 비중 상위 15개국의 달러대비 통화절상률을 비교해 보면, 원화는 선진국 통화 절상률(Major Currency Index)과 유사한 수준을 기록하고 있다. 다른 신흥국 통화에 비해서 상대적으로 가파르게 절상됐다는 점을 고려할 때 향후 절상 속도는 다소 완만하게 진행될 가능성이 있다는 점을 염두에 둘 필요가 있다.

국내 원화는 선진국 통화와 유사한 수준 정도로 절상. 향후 신흥국 통화 강세로 원/달러환율도 하락할 것으로 전망. 다만 절상속도는 여타 신흥국에 비해서 점진적일 것으로 예상

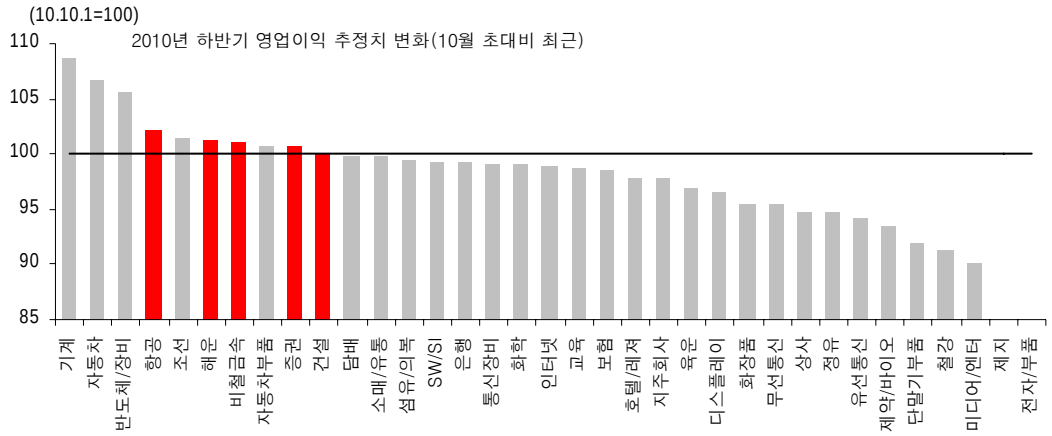


자료: Datastream, 동양종합금융증권 리서치센터

원화강세를 염두에 둔 투자전략 필요

국내 증시에서도 원화강세를 염두에 둔 투자전략이 유효할 것으로 예상된다. 원화강세 수혜와 더불어 2010년 하반기 영업이익 추정치 상향 조정되고 있는 업종에 보다 많은 관심을 가질 필요가 있다. 항공, 해운, 비철금속, 증권, 건설 업종 등이 여기에 해당한다.

국내 증시 투자전략 중 하나는 원화강세 수혜+2010년 하반기 영업이익 추정치 상향 조정 업종: 항공, 해운, 비철금속, 증권, 건설업종에 대한 관심 확대 필요



자료: Fn Guide, 동양종합금융증권 리서치센터