China Macro
2022. 01. 17

중국 시황점검

보여줄게 완전히 달라진 나

Analyst 정진수
02-3787-2572
Js3232@hmsec.com

코로나와 베이징 올림픽: 이전과 달라진 대응

국가 이벤트 앞두고 방역 강화 베이징 동계올림픽이 한 달 앞으로 다가온 상황에서 전면 통제에 가까운 '제로-코로나' 방역 기조가 한층 더 강화되는 분위기. 다만, 1)중국식 방역시스템, 2) 포스트 코로나 시대에 익숙해진 소비패턴, 3) 이전과는 다른 우호적인 매크로 환경을 근거로 현재 코로나 확산세에 대한 과도한 우려는 불필요하다는 판단

방역시스템 정상 작동 중 전국단위로 방역 시스템을 강화한 2021 년과 달리, 이번에는 일부 지역 및 베이징 인근에 집중하는 핀셋방역 통제라는 점에서 사회 와 경제 전반에 미치는 영향을 다르게 평가. 바이두 검색어지수에서 호텔과 항공권 관련 검색 빈도가 2021 년 춘절 대유행 당시를 상회. 여행 관련 관심이 높다는 것은 그만큼 효율적인 통제가 생활 활동에 미치는 영향을 최소화하고 있다는 것을 방증

다른 방식으로 즐기는 올림픽 지난 2008 년 당시와 같은 폭발적인 '올림픽 특수'를 기대하기 힘든 환경. 다만, 좀더 확실한 '올림픽 특수' 효과는 온라인 소비 공간에서 나타날 전망. 도쿄 올림픽 기간(7~8 월) OTT 와 음식배달 이용자수가 전월대비 급증. 특히, 배달/택배의 경우에는 이용률이 OTT 대비 장기간 상승하는 흐름

우호적인 거시 환경 작년 말부터 정부와 기업의 투자 의지가 반영된 정부채와 회사채가 반등을 시작하면서 소비의 간접 지표인 가계 단기대출의 반등을 견인할 전망. 코로나 확산세에 가장 민감하게 반응하는 여행/외식 테마지수가 코로나 확진자수와 동조화되며 매크로 환경이 코로나 악재보다 우위

테이퍼링: 금리보다 중요한 것

미국 경험해보지 못한 테이퍼링 시작 미국과 달리 중국은 아직 중립 수준의 거시정책 기조를 유지하고 있으며, 거시정책 사이클을 감안할 시 단기적으로는 미국의 정책 기조와 무관하게 미세조정 수준의 완화적 기조를, 장기적으로는 다시 보조를 함께 할 가능성이 높음

디커플링되는 미중 통화정책 2016 년 당시처럼 중국이 미국과 엇박자 통화정책 기조가 가능한 이유. 1) 낮은 인플레이션 부담, 2) 비축해둔 정책 여력 때문. 한마디로 중국은 물가, 경제성장률, 주식시장 등의 거시 환경이 금리 인하가 허용되는 상황

힘을 비축해둔 중국 중국은 금리 보단 통화량을 조절하는 방식이 효과적. OMO 총잔액은 8.3 조위안으로 2020 년 12 월 이후 감소세 지속. 이는 인민은행이 2021 년 줄곧 긴축적으로 운용한 것을 시사. 한편, 인민은행이 직전 가장 긴축적이었던 2018~2019 년 OMO 총잔액의 바닥인 8.1 조위안이 통화량 조절 1 차 지지선

아직 중립적인 정책 기조 유지 LPR(대출우대금리)의 12 월 인하도, 거시정책 의지가 반영되는 5 년물이 아닌 1 년물 5bp 인하에 그쳤다는 점에서 아직 완화적 기조로 해석하기에는 이르다는 판단. 금리 및 지준율 인하와 같은 정책 수단이 활용되는 MLF 만기 시 롤오버 규모 및 금리 인하 여부가 관건

코로나와 베이징 올림픽: 이전과 달라진 대응

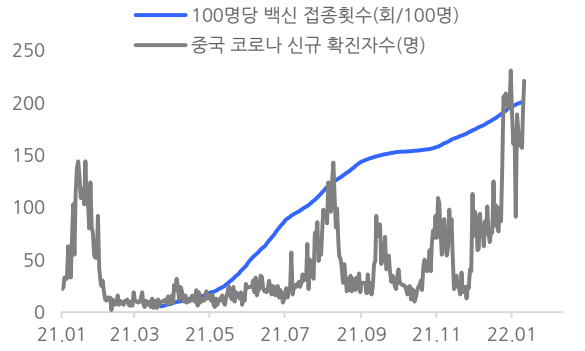
국가 이벤트 특수 앞두고 방역 강화는 악재

국가 이벤트 앞두고 방역 강화 오미크론발 확산 여파로 중국 코로나 신규 확진자수는 2020년 코로나 펜데믹 이후 처음으로 200명대를 돌파했다. 게다가 베이징 동계올림픽이 한 달 앞으로 다가온 상황에서 전면 통제에 가까운 '제로-코로나' 방역 기조가 한층 더 강화되는 분위기다. 중국의 오미크론발 코로나 확산 시작지점인 시안시는 봉쇄령 한달만에 확산세가 진정되었지만, 동계올림픽 개최지인 베이징 인근 코로나 확산 우려에 또 다시 긴장감이 높아지고 있다.

1)방역시스템, 2)소비패턴, 3)매크로 환경을 근거로 과도한 우려는 불필요

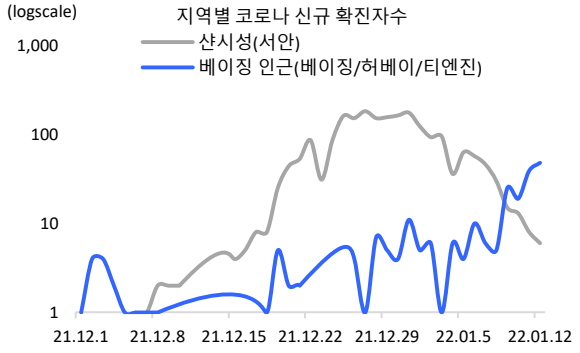
베이징 동계올림픽 뿐만 아니라 국가적 대형 이벤트(2월 춘절/3월 양회)가 임박한 상황에서 방역 강화는 분명 악재다. 다만, 1)중국식 방역시스템, 2) 포스트 코로나 시대에 익숙해진 소비패턴, 3) 이전과는 다른 우호적인 매크로 환경을 근거로 현재 코로나 확산세에 대한 과도한 우려는 불필요하다는 판단이다.

〈그림1〉 중국 2차접종 완료에도 돌파감염 지속



자료: Wind, CEIC, Bloomberg, 현대차증권

〈그림2〉 코로나는 베이징 인근 지역까지 확산



자료: Wind, CEIC, Bloomberg, 현대차증권

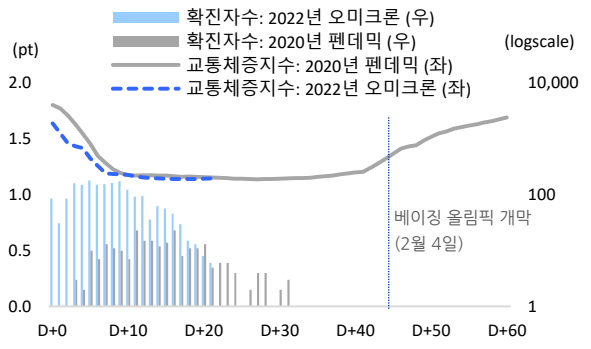
오미크론 시작된 시안시는 성공적인 초동 조치

시안에서 베이징으로 2차접종까지 마친 상태에서 처한 금번 오미크론발 코로나 확산 사태는 백신 접종 뿐만 아니라 방역 시스템을 통한 사후대응 능력의 중요성을 다시 인식하는 계기가 되었다. 한편, 중국의 방역 시스템은 다소 과격하고 급진적이지만 코로나 유행을 네차례나 겪으면서 누적된 노하우를 바탕으로 신뢰가 견고해지고 있다. 오미크론발 확산이 시작된 시안은 신속한 초동조치를 통해 발생 1개월 이내에 신규 확진자수를 한자리수대로 만드는 데 성공했다.

올림픽 개최지인 베이징 확산세에 긴장감이 높아지는 방역 당국

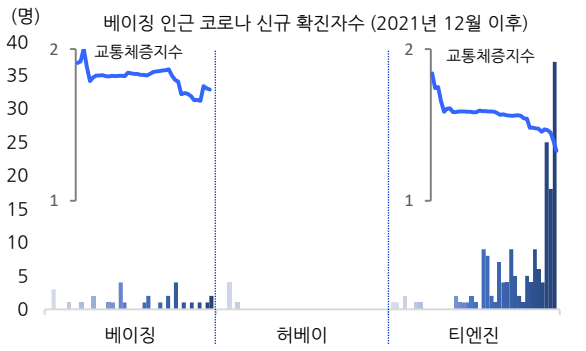
당장 직면한 문제는 동계올림픽이 개최되는 베이징으로의 전염 차단이다. 현재의 코로나 유행이 베이징을 직접 타격하지 않은 점은 다행이지만, 인근 대도시인 티엔진의 코로나 확산세가 심상치 않다. 티엔진의 코로나 확산세를 시안 대유행 사태의 시점과 비교해보면 확실한 통제 조치 효과가 확인되기 까지는 향후 2주가 관건이다.

<그림3> 시안 코로나 확산세는 20일만에 통제



주: 시안시 2020년-2022년 코로나 확산세 비교
자료: Wind, CEIC, Bloomberg, 현대차증권

<그림4> 베이징 중심으로 방역 관리 강화 중



자료: Wind, CEIC, Bloomberg, 현대차증권

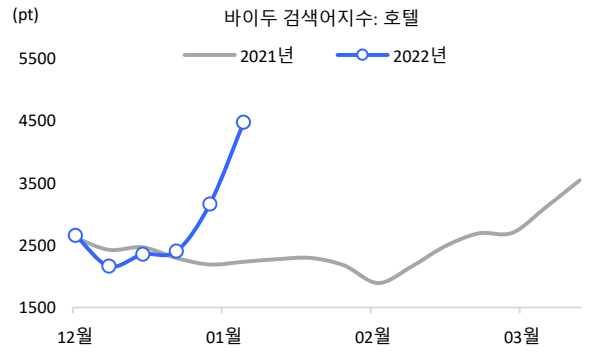
2021년 대유행과 다른 핀셋방역

방역시스템 정상 작동 중 다행인 점은 직전 코로나 통제가 강했던 2021년 춘절 대유행(1~2월) 당시보다 통제 강도가 약하다는 것이다. '춘절 민족 대이동'전 코로나의 전국 확산을 차단하기 위해 전국단위로 방역 시스템을 강화한 2021년과 달리, 이번에는 일부 지역 및 베이징 인근에 집중하는 핀셋방역 통제라는 점에서 사회와 경제 전반에 미치는 영향을 다르게 평가할 필요가 있다.

코로나 통제에도 불구 여행 수요 회복 지속

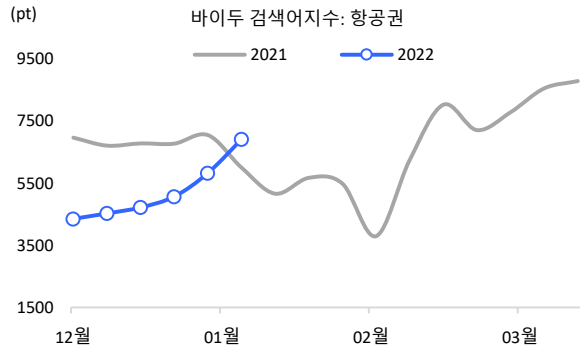
중국인의 관심도를 간접적으로 확인할 수 있는 바이두 검색어지수에서 호텔과 항공권 관련 검색 빈도가 2021년 춘절 대유행 당시를 상회하고 있다. 물론 올림픽 효과를 무시할 수 없겠지만, 코로나 재확산 우려가 커지는 상황에서 여행 관련 관심이 높다는 것은 그만큼 효율적인 통제가 생활 활동에 미치는 영향을 최소화하고 있다는 것을 방증하는 부분이다. 이 효과는 코로나 방역 성과에 따라 길게는 4~5월(청명절: 4월 4~5일/노동절: 5월 1~4일)까지 지속될 가능성이 높다.

<그림5> 코로나 확산에도 불구 여행 관심 급증 ①



자료: BAIDU, 현대차증권

<그림6> 코로나 확산에도 불구 여행 관심 급증 ②



자료: BAIDU, 현대차증권

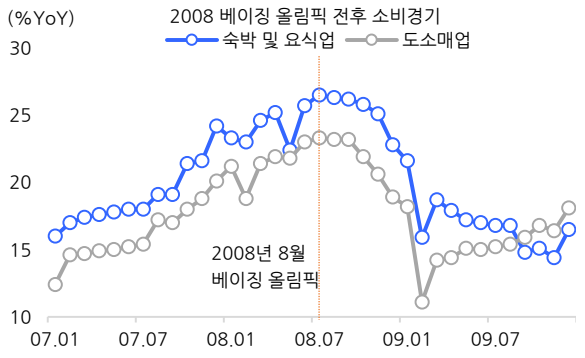
2008년 당시와 같은 폭발적인 올림픽 특수 기대 힘든 환경

다른 방식으로 즐기는 올림픽 과거 2008년 베이징 하계올림픽 당시 경제성장률 둔화에도 불구하고 소비경기만은 확장 국면을 유지하면서 올림픽 기간 정점에 도달했다. 물론, 금번 베이징 동계올림픽(2월 4일~20일)은 일부 지역 통제와 제한적인 외국인 출입국 상황 등을 근거로 지난 2008년 당시와 같은 폭발적인 '올림픽 특수'를 기대하기 힘든 환경이다.

올림픽 특수는 공간을 바꿔 온라인에서 나타날 전망

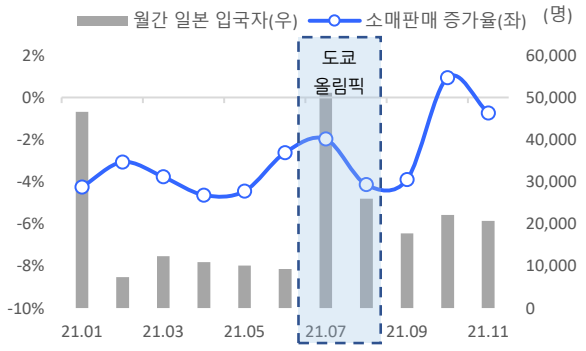
다만, 좀더 확실한 '올림픽 특수' 효과는 온라인 소비 공간에서 나타날 전망이다. 이는 비대면 시대에 열린 2021년 8월 도쿄 하계올림픽을 통해 입증되었다. 도쿄 올림픽 기간 일본의 코로나 신규 확진자수가 일평균 2만명을 넘어서며 올림픽 특수가 반감됐다. 도쿄올림픽 기간 일본 방문객이 급증했고 동시에 소비 진작 효과도 일부 나타났지만 2개월 반짝 효과에 그쳤다.

<그림7> 2008년 올림픽 특수에 힘입어 소비경기 확장



자료: Wind, CEIC, Bloomberg, 현대차증권

<그림8> 도쿄올림픽 특수는 반짝효과에 그침

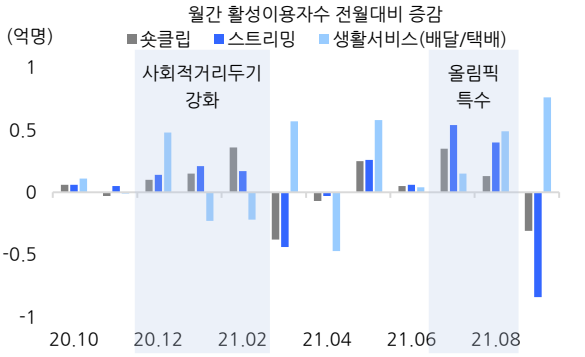


자료: Wind, CEIC, Bloomberg, 현대차증권

도쿄 올림픽 효과로 중국 OTT 이용률 증가

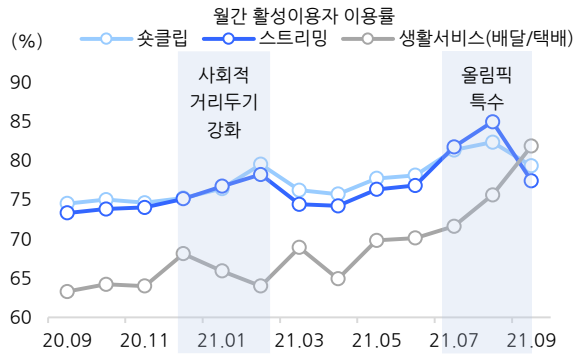
개최국이 아닌 중국에서는 올림픽 특수 효과가 다른 방식으로 나타났다. 도쿄 올림픽 기간(7~8월) OTT와 음식배달 이용자수가 전월대비 급증하였다. 이는 직전 사회적거리두기 강화 기간인 1~2월보다 큰 폭이었고, 이용률(전체사용자수 대비 월간활성자이용자수)도 당시를 크게 상회하며 올림픽 효과가 온라인 형태의 소비를 극대화한 것이 확인되었다. 특히, 배달/택배의 경우에는 이용률이 OTT 대비 장기간 상승하는 흐름이 나타났다. 이는 생활 밀착형 서비스가 편리성을 기반으로 체험 효과가 더 긴 시간에 걸쳐 나타는 것으로 판단되는 부분이다.

<그림9> 사회적 거리두기 속 올림픽을 즐기는 법 ①



자료: TRUTH(중국모바일데이터베이스), 현대차증권

<그림10> 사회적 거리두기 속 올림픽을 즐기는 법 ②

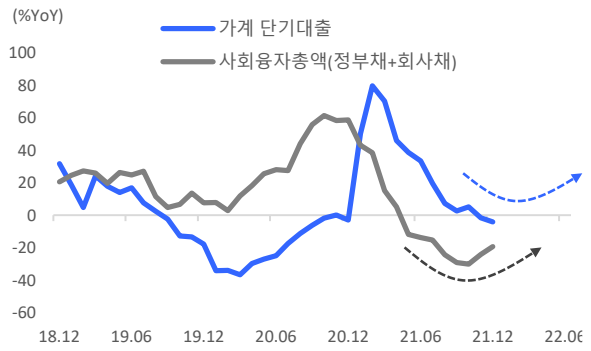


자료: TRUTH(중국모바일데이터베이스), 현대차증권

2021년초의 피크아웃 VS 2022년의 턴어라운드

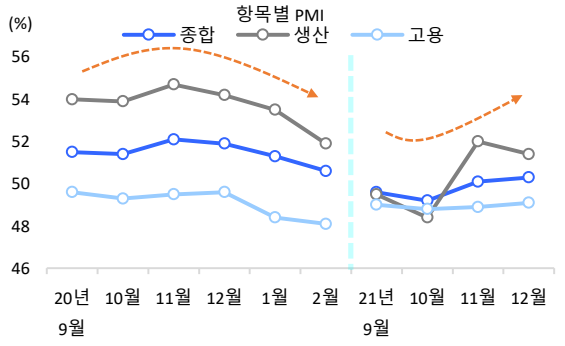
우호적인 거시 환경 최근 중국의 거시 환경은 직전 코로나 대유행인 2021년 초와 비교 시 상반된 흐름이 진행 중이다. 2021년 초는 정점을 통과하는 중이었다면, 현재는 반등이 기대되는 상황이다. 올림픽 특수를 결정하는 가장 중요한 요소는 소비인데, 작년 말부터 정부와 기업의 투자 의지가 반영된 사회융자총액이 반등을 시작하면서 소비의 간접 지표인 가계 단기대출의 반등을 견인할 전망이다.

<그림11> 사회융자총액 반등이 가계 소비를 견인



자료: Wind, CEIC, Bloomberg, 현대차증권

<그림12> 2021년 대유행과 다른 매크로 환경

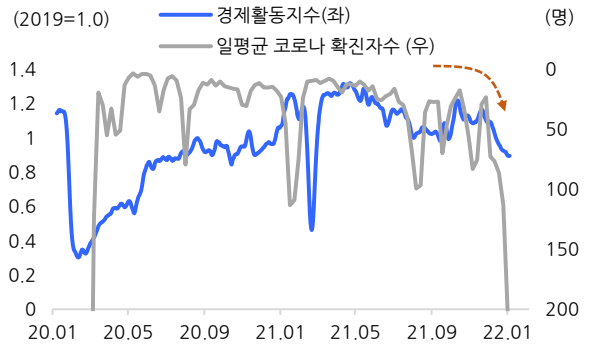


자료: Wind, CEIC, Bloomberg, 현대차증권

매크로 환경이 코로나 악재보다 우위로 판단

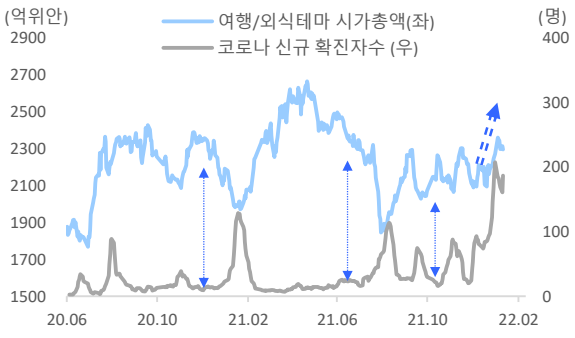
시장은 통제 가능 변수로 인식 물론 장기적으로 봤을 때 코로나 확산세가 경제활동에 악영향을 미친다는 점은 부정할 수 없는 사실이다. 2020년 펜데믹 이후 간헐적으로 발생한 코로나 대유행은 방역 강화와 함께 경제활동지수가 큰 폭으로 하락하는 패턴이 나타났다(그림13). 주식시장에서는 성격상 코로나 확산세에 가장 민감하게 반응하는 여행/외식 테마지수도 코로나 확진자수와 뚜렷한 역상관계를 보여왔다. 다만, 이번 코로나 확산세와는 동조화되는 흐름이 나타나고 있다. 이는 악재보다 매크로 환경이 우위에 있고, 또 시장은 이번 확산세를 통제 및 극복 가능한 변수로 인식하고 있는 것으로 해석할 수 있다(그림14).

<그림13> 코로나가 경제활동에 영향을 미치지만…



자료: Wind, CEIC, Bloomberg, 현대차증권

<그림14> 주식시장은 통제 가능한 변수로 인식



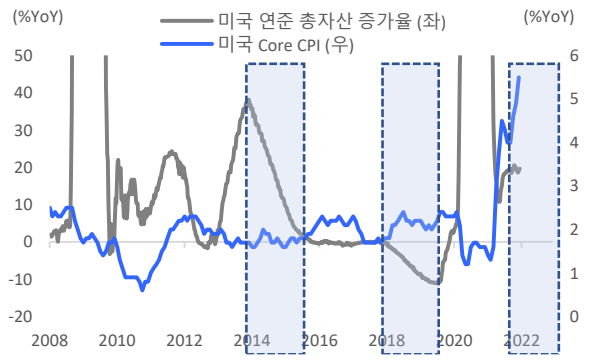
자료: Wind, CEIC, Bloomberg, 현대차증권

테이퍼링: 금리보다 중요한 것

단기적으로 완화 중장기적으로는 미국과 보조를 함께 할 가능성

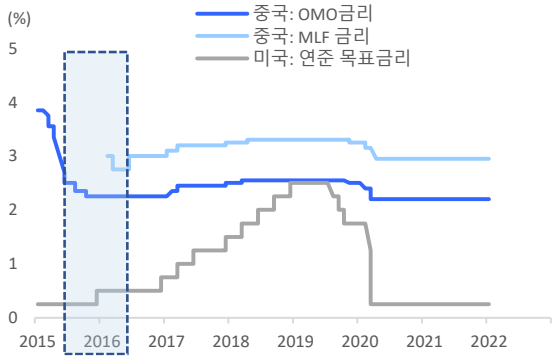
미국 경험해보지 못한 테이퍼링 시작 미국 연준의 긴축정책 시그널이 점차 강해지고 있다. 역대 긴축과 다른 점이 있다면 인플레이션 압력이 더 크다는 것이다. 유례없는 강한 인플레이션 환경이 이번 연준의 긴축 시그널을 더 위협적으로 만드는 요인이다. 다만, 중국은 아직 중립 수준의 거시정책 기조를 유지하고 있으며, 거시정책 사이클을 감안할 시 단기적으로는 미국의 정책 기조와 무관하게 미세조정 수준의 완화적 기조를, 장기적으로는 다시 보조를 함께 할 가능성이 높다.

<그림15> 인플레이션 속 과거와 다른 테이퍼링 환경



자료: Wind, CEIC, Bloomberg, 현대차증권

<그림16> 미중 정책금리가 차별화 됐던 2016년

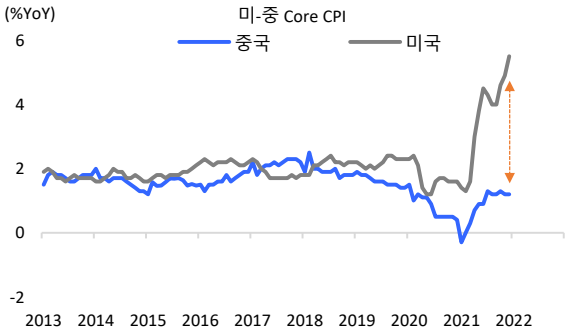


자료: Wind, CEIC, Bloomberg, 현대차증권

미국과 중국의 통화정책 디커플링 가능성

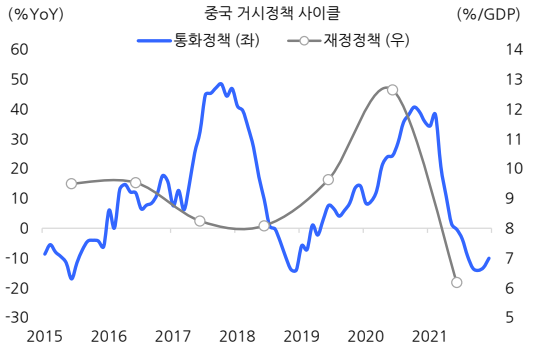
디커플링되는 미중 통화정책 항상 같은 길을 가지 않는 미-중 미국과 중국의 정책금리가 디커플링되었던 가장 가까운 케이스는 2015~2016년이다. 2016년 미국의 금리 인상 전 중국은 추가로 금리를 인하하는 엇박자 행보를 보였다. 당시 중국은 물가, 경제성장률, 주식시장 등의 거시 환경이 금리 인하가 허용되는 상황이었기 때문이다. 현재 중국의 Core CPI는 미국 대비 안정적이어서 신축적인 거시정책 운용이 가능하고, 사회융자총액과 재정정책 여력도 순환적 반등이 가능한 구간에 진입했다.

<그림17> 중국 인플레이션은 미국 대비 양호



자료: Wind, CEIC, Bloomberg, 현대차증권

<그림18> 중국 거시정책 사이클은 역사적 하단



자료: Wind, CEIC, Bloomberg, 현대차증권

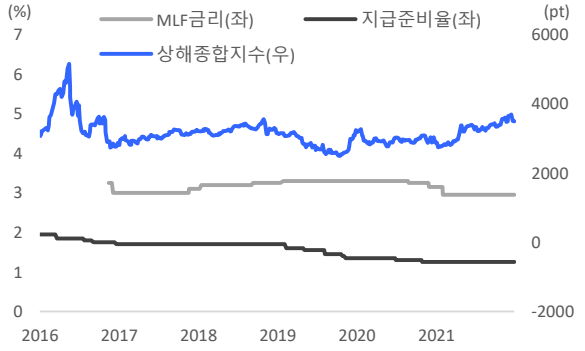
중국은 금리 보단 통화량을 조절하는 방식이 효과적

힘을 비축해둔 중국 중국 증시는 통상 금리 정책 보단 직접적인 단기 통화량 조절 수단(공개시장운영)의 영향을 크게 받는다. 예로, 2019년 이후 중국은 지급준비율과 각종 정책 금리(MLF, OMO, LPR 등)를 인하했지만 주식시장에서 항상 유의미한 영향이 나타난 것은 아니다. 오히려 공개시장운영을 통한 단기 통화공급이 더 효과적이었다. 이는 인민은행의 총자산에서 해외자산을 제외하면 절반 이상이 OMO에 해당하기 때문이다. 인민은행이 개장전 발표하는 역RP, MLF 등의 발행 여부가 당일 주식시장 흐름에 중요한 이유다.

2021년부터 OMO 잔액 감소세 2018년 이후 하단에 근접

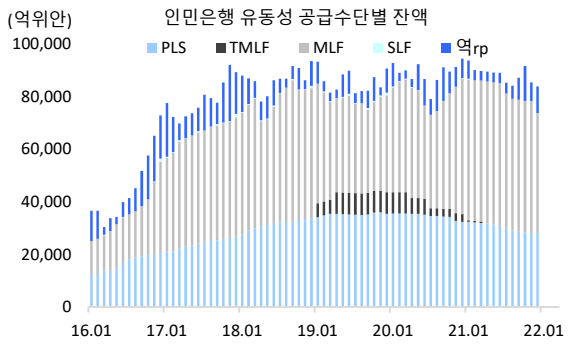
단기 통화 공급 수단에 속하는 PLS, TMLF, MLF, SLF 등의 잔액 추이에서 현재 통화량 조절 수준을 확인할 수 있다. 현재 OMO 총잔액은 8.3조위안으로 가장 많았던 2020년 12월 대비 11% 감소했다. 이는 인민은행이 2021년 줄곧 긴축적으로 운용한 것을 시사한다. 한편, 인민은행이 직전 가장 긴축적이었던 2018~2019년 OMO 총잔액의 바닥인 8.1조위안이 통화량 조절 1차 지지선이다(그림20).

<그림19> 중국 금리정책은 단기적으로 큰 영향이 없음



자료: Wind, CEIC, Bloomberg, 현대차증권

<그림20> OMO 총잔액은 2021년 이후 감소세



자료: Wind, CEIC, Bloomberg, 현대차증권

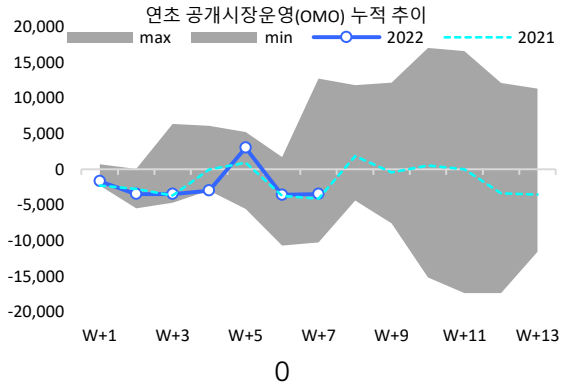
아직 평년과 유사한 올해 OMO 패턴

아직 중립적인 정책 기조 유지 작년 12월 이후 인민은행은 공개시장에서 약 3,000억위안을 순회수하였다. 비록 계절적으로 자금 수요가 많은 시기지만, 아직 패턴상 평년 수준을 유지하고 있고, 과거 패턴으로 봤을 시 춘절 전까지는 추가 공급할 시간적 여유는 충분하다.

이번주 MLF 만기 시 금리 인하 가능성

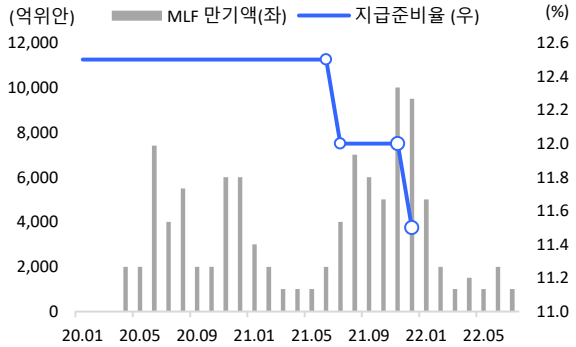
인민은행이 주로 정책금리로 활용하는 LPR(대출우대금리)의 12월 인하도, 거시정책 의지가 반영되는 5년물이 아닌 1년물 5bp 인하에 그쳤다는 점에서 아직 완화적 기조로 해석하기에는 이르다는 판단이다. 통상 중기 자금에 속하는 MLF(중기유동성지원창구)의 만기가 몰려있는 구간에서 금리 및 지준율 인하와 같은 정책 수단이 활용되는데, 이번주에 있을 5,000억위안 규모의 MLF 만기에서 금리 인하 여부 및 롤오버 규모가 중요하다.

<그림21> 연초 OMO 패턴 긴축으로 보긴 이른 시점



자료: Wind, CEIC, Bloomberg, 현대차증권

<그림22> MLF만기 집중된 시기에 통화정책 활용



자료: Wind, CEIC, Bloomberg, 현대차증권

▶Compliance Note

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 정진수의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.