

제 목

최근 중국 및 홍콩의 주가 급등에 대한 시장의 평가

* 홍콩주재원이 4.28일 개최한 『국제금융전문가 세미나』에서 ‘중국 및 홍콩의 주식시장 동향 및 전망’을 주제로 토의한 내용과 IB의 관련자료 등을 중심으로 정리하였음

1. 현황

- 중국의 주가는 지난해 하반기 이후 가파른 상승세를 지속하고 있으며, 중국기업의 거래비중이 높은* 홍콩 주가도 최근 들어 큰 폭으로 상승

* 2015.3월 현재 홍콩증시(Mainboard & GEM)에 상장된 중국기업(mainland enterprise)은 전체 시가총액의 60.9%, 거래량의 71.3%를 차지

- 상해종합지수는 지난해 하반기중 60%, 금년들어 38% 상승(2014.6말 2,048 → 12말 3,238 → 2015.4.29일 4,477)하였으며, 항생지수는 금년 3월 중순 이후 19.7% 상승(2015.3.11일 23,718 → 4.28일 28,400)
- 주가상승과 함께 중국과 홍콩 주식시장의 거래량도 크게 증가

중국의 주가 및 거래량



자료 : Bloomberg

홍콩의 주가 및 거래량



자료 : Bloomberg

2. 주가상승의 배경

< 중국 주가 >

◆ 중국 주가는 실물경제 부진에도 불구하고 주식시장 개방 확대, 중국내 증권 투자수요 증대, 완화적 통화정책, 중장기 중국경제에 대한 낙관적 기대 등에 힘입어 크게 상승

□ **(주식시장 개방 확대)** 지난해 11월 상해-홍콩 주식시장간 상호투자(후강통<沪港通>)가 허용되었을 뿐 아니라, 향후 주식시장 개방이 더욱 확대될 것이라는 기대가 커지면서 글로벌 투자자금이 유입

○ 2014.11월 후강통 제도 도입 이후 금년 4.29일까지 후구통(northbound)을 통해 중국에 투자된 자금은 1,297억위안

○ 향후 중국정부가 자본자유화의 일환으로 주식시장 개방 확대를 가속화할 것이라는 예상이 커지고 있는 것도 주가상승에 기여

■ Deutsche는 인민은행(PBoC) 저우샤오촨(周小川) 총재가 지난 3월 이후 위안화의 태환성을 크게 제고해 나갈 것이라고 수차례 언급하였던 만큼, 향후 중국의 자본자유화가 시장의 기대보다 빠를 수 있다고 평가

□ **(중국내 주식투자 증대)** 부동산 시장의 위축과 실물경제 둔화가 장기화됨에 따라 중국내 민간의 투자수요가 주식시장으로 대거 유입

○ 특히 개인들의 주식투자가 크게 늘면서 주식투자용 신용차입(margin financing)이 큰 폭 증가

□ **(완화적 통화정책)** 실물경기 회복을 지원하기 위해 인민은행(PBoC)이 다수의 완화적 통화정책 조치를 실시하였을 뿐 아니라, 추가 완화조치에 대한 기대도 팽배

○ 인민은행은 2014년 11월 이후 기준금리와 지급준비율을 각각 두 차례씩 인하하였을 뿐 아니라, 역RP를 통한 자금지원 금리도 인하(1.22일 3.85% → 3.3일 3.75% → 3.17 3.65% → 3.24일 3.55% → 4.7일 3.45%)

■ Deutsche는 3월 중순 이후 상해 주식시장이 한 단계 더 상승한 것은 중국의 통화정책기조가 완화적으로 바뀐 데 기인한 것으로 평가*

* 이와 관련하여 Deutsche는 3월 중순 이전의 완화조치는 위안화 약세 우려 등으로 인해 나타난 자본유출을 상쇄하기 위한 것에 불과하여 그 효과가 없었으며, 실질적으로 통화기조가 완화로 돌아선 것은 3월 중순 이후인 것으로 평가(7일물 RP금리: 2014.10말 3.5% → 12말 5.1% → 2015.3.17일 4.6% → 4.28일 2.5%)

- 최근 실물경제 지표가 악화되는 것으로 나타나면서 통화정책의 추가완화 조치에 대한 투자자들의 기대도 증대

□ **(중장기 중국경제에 대한 낙관적 기대)** 중국의 일대일로(一帶一路) 프로젝트, 아시아인프라투자은행(AIIB) 설립 추진 등에 힘입어 중장기적으로 중국경제가 지속성장(sustainable growth)할 것이라는 낙관적 기대가 증대

- 이와 관련하여 최근 실물경기 둔화에 대해 중국이 장기적으로 지속가능한 성장을 이어가기 위해 필요한 경제구조조정을 겪고 있다는 인식도 증대*

* IMF의 Gian Maria Milesi-Ferretti 조사담당 부국장은 중국의 성장둔화가 지속가능한 성장(sustainable growth)을 위해 필요한 “good slowdown” 이라고 언급(4.14일)

< 홍콩 주가 >

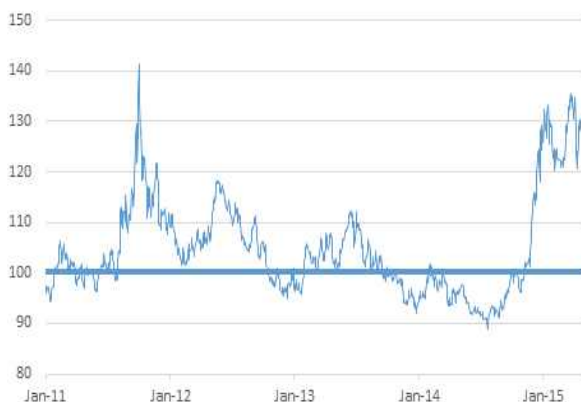
◆ 홍콩 주가는 A-H(상하이-홍콩) 동시상장 주식간 가격차이 확대(홍콩주식이 상대적으로 저평가)와 중국정부의 자본자유화 확대 요인 등으로 인해 금년 3월 중순 이후 크게 상승

□ **(홍콩 H주식의 상대적 저평가)** 지난해 11.10일 이후 홍콩 H주식 가격이 상해 A주식 가격보다 평균적으로 낮은 수준에서 거래되기 시작하여 2015.4월말 현재 홍콩 H주식이 30%이상 낮은 수준*

* 중국주식과 홍콩주식간의 가격차이를 나타내는 Hang Seng China A-H premium index는 지난 2014.11.10일 100을 돌파한 이후 2015.4.29일 현재 131.95를 기록

- 특히 홍콩 증시 상장 주식중에서도 상대적으로 가격이 낮은 중국주식(H주)에 대한 투자수요가 크게 증가

Hang Seng China A-H 프리미엄 지수



자료 : Bloomberg

항셡(HSI)지수 및 항셡 중국기업지수(HSCEI)



자료 : Bloomberg

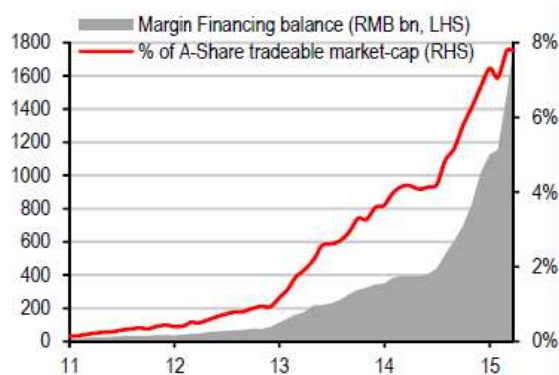
- **(중국의 자본자유화<outbound> 확대)** 중국 증권감독위원회(CSRC)는 지난 3.27일 중국본토의 뮤추얼펀드가 적격국내기관투자자(QDII) 자격을 소지하지 않고 있더라도 강구통(southbound)을 통해 홍콩증시에 투자할 수 있도록 허용하였으며, 이에 따라, 중국투자자들의 홍콩 증시 상장 주식매입이 크게 증대
 - 강구통(Southbound)을 통한 중국본토의 투자자와 홍콩내 자산운용상품에 투자하고 있는 중국인들이 주식매입을 크게 확대
 - 한편 동 조치 이후 A-H 동시상장 주식간 가격격차가 홍콩 H주식 상승을 통해 좁혀질 것이라는 전망이 늘어나면서* 미국과 유럽 등의 글로벌 투자자들도 홍콩증시로 유입
- * 홍콩에서는 지난 3월초까지만 하더라도 A-H 주식간 가격격차가 중국내 A주식의 하락을 통해 해소될 것이라는 견해가 우세하였음

3. 주가상승에 대한 시장의 평가

< 주가상승이 과도하다는 평가 >

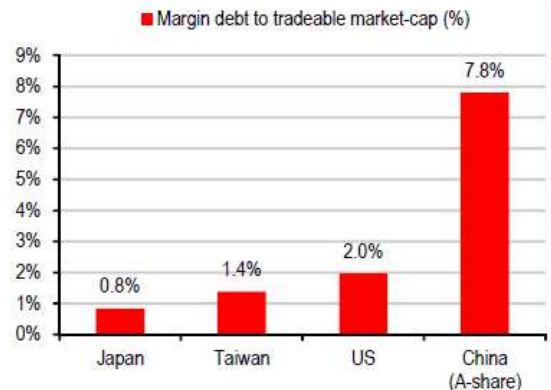
- 중국의 주가가 단시일내에 빠르게 상승하면서 버블발생 가능성에 대한 우려도 증대
 - 실물경제의 성장 둔화가 심화되고 기업들의 경영성과가 부진함에도 불구하고 중국 주가가 단기간내에 급등하였기 때문
 - BOAML는 글로벌 자산운용담당자를 대상으로 실시한 서베이에서, 글로벌 증시의 가격 수준이 고평가돼 있다고 응답한 비율이 2000년 이후 최고치인 25%를 기록하였다고 발표
 - 특히, 중국의 개인투자자들은 저축자금이 아닌 신용차입(margin loan)을 통해 주식투자에 나서고 있는데, 이는 과거 수많은 주식버블 사례와 마찬가지로 비이성적 투자에 의해 주가 상승이 견인되고 있는 증거
 - HSBC는 마진거래를 통한 투자액(margin trading balance)이 1.7조위안에 달하였으며, 이에 따라 중국의 시가총액(tradable market-cap 기준)대비 레버리지 비율은 사상최대 수준인 7.8%로 높아졌다고 분석
- 이와 관련하여 IB들은 정책당국이 적절한 대책을 마련하지 못한다면 신용을 통한 주식구입으로 인한 위험수준이 한층 높아질 수 있다고 우려

마진거래(Margin Financing Balance)



자료 : HSBC

시가총액대비 마진거래 비중 비교



자료 : HSBC

< 주가상승이 과도하지 않다는 평가 >

- 과거 수치 및 주요국 주가 수준 등과 비교해 볼 때, 최근의 중국 주가 수준은 과도하지 않다는 평가도 많음
 - 현재 중국주식의 주가수익비율(P/E ratio)이 2007년 최고치의 절반 수준에 불과하여 아직 우려할 만한 상황은 아니라고 평가(South China Morning Post 4.16일)
 - 중국 주식의 시가총액은 GDP대비 약 70% 정도로 2007년 최고치(110%) 또는 미국(140%) 등 선진국에 비해 낮은 수준이므로, 중장기적 관점에서 추가 상승 여력이 있다고 평가(Bloomberg 4.15일)

4. 향후 주가 영향 요인

- ◆ IB 및 세미나 참석자들은 다음과 같은 주가 영향 요인들로 인해 향후 중국과 홍콩의 주식시장이 비교적 큰 폭의 등락을 보일 가능성이 큰 것으로 평가

< 주가 상승 제약 요인 >

- 주식시장에 대한 건전성규제 강화
 - 시장에서는 주가상승이 지속될 경우 정책당국이 버블발생을 억제하기 위해 건전성규제를 강화할 가능성이 높다고 평가
- 주식투자 수요 흡수 대책 시행
 - 일부 IB는 과도한 주식투자 수요를 충족시키는 한편, 주식시장을 통한 기업 자금조달을 확대시키기 위한 방안으로 IPO 승인 확대 등이 실시될 것으로 예상

- HSBC는 현재 IPO 신청업체가 539개社에 달하고 있으며, 앞으로 매월 약 50개의 IPO가 승인(그동안은 월 20~30개社를 승인)될 것으로 예상

< 주가 상승 요인 >

□ 실물경기 둔화에 대응한 추가 경기부양책의 실시

- 실물경기의 회복을 지원하기 위해 **완화적 통화정책** 조치를 비롯한 경기부양 노력이 지속될 가능성이 큰 상황
 - 많은 IB들은 향후 물가가 상승하거나 경기가 회복되고 있다는 신호가 확실하게 나타나기 전까지는 인민은행(PBoC)이 통화 완화조치들을 추가로 실시할 것으로 예상

□ 주식시장 개방 확대, MSCI 신흥국지수 편입 등으로 인한 해외자금 유입

- 자본자유화의 진전으로 주식시장 개방이 확대되고 IPO에 대한 정부의 간섭이 줄어들 것으로 예상되며, 이 경우 글로벌 투자자들의 중국주식에 대한 투자가 더욱 늘어날 것으로 예상
 - 특히 금년 하반기중 심천·홍콩 주식시장간 상호투자(선강통<深港通>)가 허용되면 더욱 많은 해외자금이 유입될 가능성
- 한편, 주식시장 개방 확대 등을 배경으로 중국 A주식이 내년초에는 MSCI 신흥국 지수에 편입되면 선진국 자금 유입이 늘어날 가능성
 - HSBC는 중국 A주식이 MSCI 신흥국 지수에 편입될 경우 초기에 약 10억달러의 자금이 중국 증시에 유입될 것으로 분석