

# Strategy Comment

Strategist 박성현 paaarrk7@hanwha.com | R.A. 김경욱 kyungwook.kim@hanwha.com

## 중국 금리 인하 후 투자전략: 2012년과의 비교를 중심으로

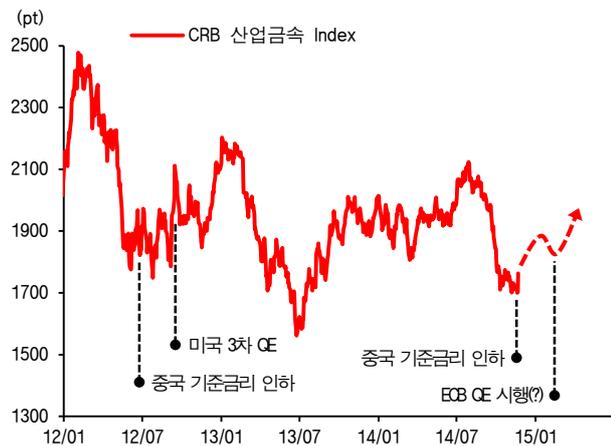
2012년 기준금리 이하 시기와 지금이 같은 점은 세 가지입니다. 첫째, 글로벌 중앙은행들이 디플레이션 파이터로 나서고 있다는 점입니다. 둘째, 이를 통한 유동성 확장과 위험 선호 심리 강화가 기대된다는 것입니다. 무엇보다 중요한 포인트는, <비대칭적 금리 인하>에 있습니다. 이로써 은행의 부는 기업으로 이전되고, 부동산에 쏠린 자금은 증시로 이동하게 될 것입니다. 2012년과 다른 점도 있습니다. 미국의 정책 스탠스가 다르고, 글로벌 환율 구도 또한 틀립니다. 과거보다 중국이 한국과의 교역 의존도를 줄이고 있는 점도 감안해야 하겠습니다.

이번 조치로 신흥증시가 선진증시에 비해 강세를 떨 것으로 예상합니다만, 그 기간은 내년 1분기 정도까지로 봅니다. 중국증시의 강세는 지속될 것으로 보는데, 정책당국이 리스크는 관리해주면서 자금은 증시로 이동시키고 있기 때문입니다. KOSPI도 신흥증시와 중국증시의 모멘텀 강화에 일정 부분 수혜를 받을 수 있겠지만, 2012년과 동일한 양상이 반복되지는 않을 것입니다. 에너지/소재의 강세는 축소되고, 금융주의 강세는 확대될 것으로 봅니다. 중국 소비관련주는 초기 약세 vs 중장기 강세의 패턴을 보이겠으나, 주도 종목의 교체 작업이 이루어질 것으로 예상하는 바입니다.

### 2012년과 같은 점: 중앙은행이 깔아주는 판

첫번째 포인트는 글로벌 중앙은행들이 디플레이션 파이터로 나서고 있다는 점이다. 2012년의 경우에는 이에 따라 원자재 가격과 중국 소비자물가지수의 반등세가 나타났다. 최근에도 중국뿐 아니라 ECB 등에서 강한 정책 발휘를 시사하고 있는 상황이라, 향후 원자재 가격과 물가지표의 일정 부분 반등이 예상된다(그림1 참조).

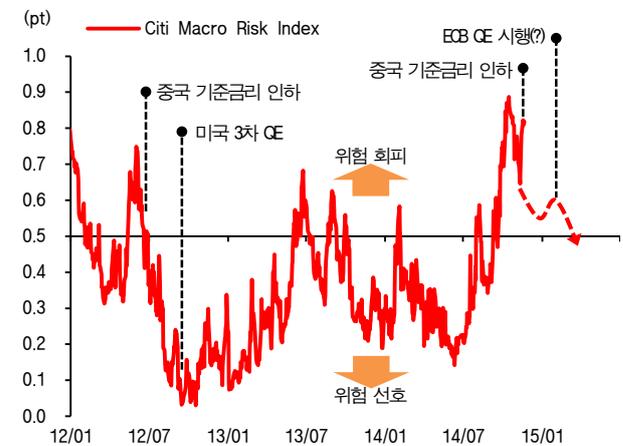
[그림1] 중앙은행이 디플레이션과의 싸움에 나섰다



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

유동성 확장과 위험 선호 심리 강화 가능성도 비슷한 부분이다. 중앙은행이 리스크는 제한시키는 동시에 유동성을 확장시켜주는 구간에서는 위험 선호 심리가 상승하게 되어있다. 당시에 중국 조치 이후, 위험 선호도가 상승하며 금융시장이 강세를 보였다(그림2 참조).

[그림2] 중앙은행이 리스크를 제한시켜 준다

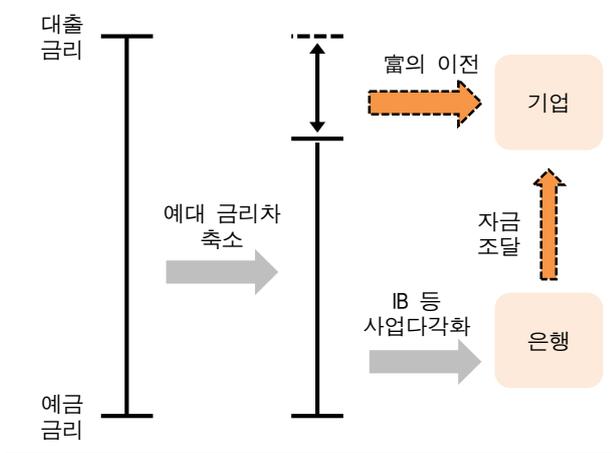


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

가장 중요한 포인트는 금리 인하가 비대칭적으로 이루어졌다는 것이다. 이번 조치를 보면 대출 금리는 0.4%포인트나 낮춘 반면, 예금 금리는 0.25%포인트밖에 낮추지 않았다. 2012년의 경우에는 인하 폭은 동일했으나, 예금 금리의 상한선을 더 올려주는 방식을 썼다.

대출 금리가 떨어지는만큼 예금 금리를 내릴 수 없는 구조이기 때문에 기존 방식으로는 은행들의 수익이 악화되는 구조다. 부동산 붐에 편승하여 ‘돈놀이’를 하지 말고 기업금융 등 새로운 수익 채널을 확대하라는 것인데, 이로써 기업들은 대출 부담은 줄고 자금 조달은 용이하게 된다(그림3 참조).

[그림3] 비대칭 금리 인하의 효과: 기업과 증시가 덕본다



자료: 한화투자증권 리서치센터

**2012년과 다른 점: 强달러와 대중 수출 구조**

미국의 정책 스탠스가 다르다. 2012년에는 글로벌 리플레이션 공조에 의하여 미국이 3차 QE를 실시하며 방점을 찍어줬다면, 지금은 오히려 미국의 금리 인상을 기다리고 있는 시점이다. 당시에 비해 유동성 확장은 제한될 수 밖에 없다.

글로벌 환율의 구도가 다르다. 당시는 엔/달러 환율만 하더라도 80엔대 수준에 머물렀지만, 지금의 그것은 120엔대에 육박하고 있다. 앞서 언급한 데로 미국의 정책 스탠스가 다르니, 달러화가 상대적 강세를 유지하기 쉬운 구도다.

한국의 대중국 수출의 구조적 문제점이 강화되었다. 당시에 비해 중국은 자본재나 중간재의 자급률을 늘리고 있다. 중국의 교역이 확대되더라도, 한국의 자본재나 중간재 산업이 중국으로부터 과거만큼의 혜택을 얻기 힘들다는 말이다.

**신흥증시 상대적 강세 예상, 단 지속 기간은 길지 않아**

신흥증시의 상대적 강세를 예상한다. 2012년의 경우에도 중국의 금리 인하 이후 신흥국의 경기 모멘텀이 선진국의 그것에 비해 한동안 강화되며, 신흥국으로의 펀드플로우와 성과가 양호했다. 현재도 macro surprise index의 추이를 보면 신흥의 그것이 좋아지고 있는데, 비슷한 양상이 재현되리라 본다.(그림4 참조)

[그림4] 2012년 중국 정책 발효 이후 신흥 모멘텀이 우세했다



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

다만 지속 기간은 길지 않을 것으로 본다. 중국의 산업 구조조정의 큰 틀이 유효하여 글로벌 원자재 수요 확대는 미미할 것이며, 달러 또한 강세 구도에 있기 때문이다. 유럽의 QE 시행 시기 정도까지로 보는 것이 좋겠고, 이후 미국의 금리 인상 시기를 앞두고 다시 시험대에 오를 것으로 본다.

**중국 증시의 강세 지속 예상**

2012년과 금년 중국의 금리 인하가 동일하게 ‘비대칭 구조’로 시행되었다는 것은 세 가지를 의미한다. 경착륙만 큼은 막을 것이라는 것과, 은행이 ‘돈놀이’를 통해 얻던 부를 기업으로 나누어 주겠다는 것, 그리고 부동산에 편중되어 있는 자금을 소비와 증시로 돌리겠다는 것이다 (그림3 참조).

이는 과거 투자 확대와 성장률에 의존하던 증시의 질적 변화를 말한다. 여기에 중국 본토 증시의 경우는 후강통 이후 MSCI 신흥지수 편입이라는 수급상의 모멘텀이 대기중이다.

우리는 당초 21일 발간한 <매크로의 맥>을 통해서, 중국 증시가 단기 조정세를 보일 것으로 예상한 바 있다. 후

강통 이슈 이후의 숨고르기 움직임은 고려한 것이었으나, 연이은 정책 발취에 의해 단기 view 또한 '강세 지속'으로 수정하는 바이다.

**KOSPI 또한 단기 강세 예상, 그러나 upside는 제한적**

KOSPI 또한 반등이 연장될 것으로 예상된다. 신항증시로의 펀드플로우 개선, 중국 관련주로의 심리 개선 및 이들에 대한 숏커버 움직임이 도움을 줄 것이다. 연말까지 12개월 포워드 PBR 1배 수준인 2,030pt까지는 upside가 열려있다고 판단한다.

그러나 앞서 언급한 환율 문제와 대중국 수출의 구조적 문제를 고려한다면 그 이상 레벨에서는 여전히 부담이 존재한다. 본격적인 상승 추세로의 전환은 미국의 '경기 순환'적인 금리 인상 일정이 구체화될 것으로 보이는 내년 하반기에 이루어질 것으로 기대한다.

**섹터별 전략**

과거 2012년 중국의 기준금리 인하 이후 한국의 섹터별 performance를 보면, 단기적으로는 에너지와 화학이 가장 강했으나, 시간이 갈수록 소비관련주가 강세를 보였다. 몇 가지의 공통점을 가지고 있기 때문에 참조를 할 수 있겠으나, 같은 양상이 반복되지는 않을 것이다.

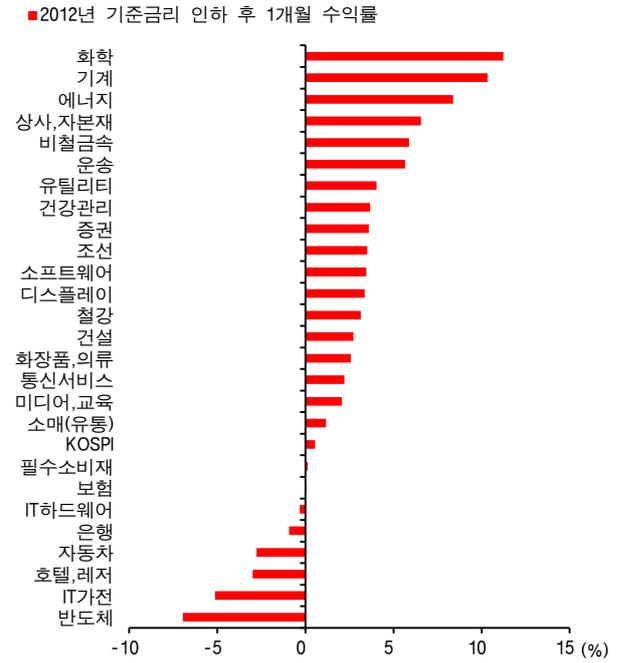
에너지의 경우, 2012년에 비해 반등은 제한될 것으로 본다. 리플레이션 국면 지속을 위해 유가 하향 안정이 필수적인 미국과 일본의 존재 때문이다. 소재의 경우, 공급 과잉 문제가 있는 화학이나 철강보다는 금 등 비철 금속 관련주가 유리할 것으로 예상된다.

건설/기계/조선 등 산업재의 경우 중국 금리 인하로 인한 수혜 연결고리가 명확하지는 않다. 오히려 이번 조치에 의해 중국 한계 기업들의 구조조정이 지연되지 않을지 따져봐야 한다. 다만 항공운송의 경우 유가의 일시적 반등에 의해 주가가 하락한다면 매수를 권고한다.

금융주의 경우, 증권주는 연말 지수 반등 움직임과 추가 금리 인하 가능성이 모멘텀으로 작용하며 가장 양호한 움직임을 보일 것으로 예상된다. 은행주와 보험주는 연말까지는 배당 키워드로 선별 대응하되, 섹터 비중 확대 시점은 내년 추가 금리 인하 시기를 보는 것이 좋겠다.

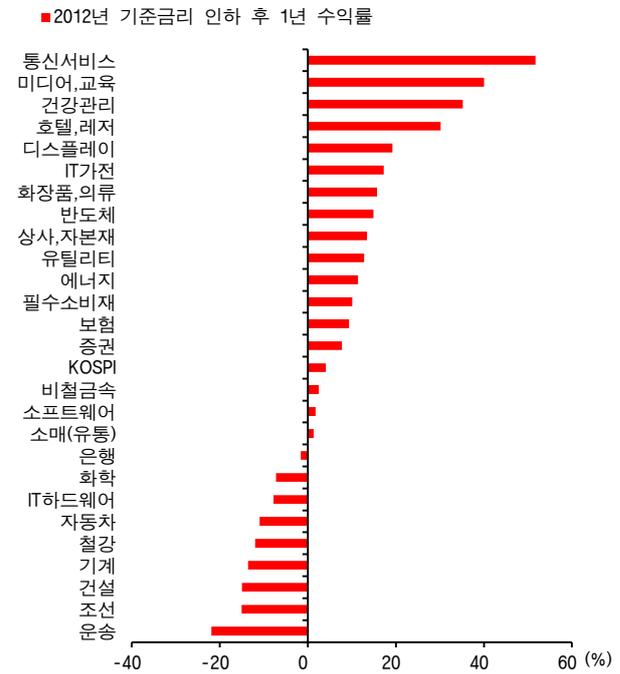
중국 소비관련주의 경우에는 이번에도 2012년과 비슷한 주가 경로를 보일 것으로 예상된다. 다만 기존 주도주의 밸류에이션 부담을 고려한다면, 내년 주도주가 바뀔 가능성이 크다는 판단이다.

[그림5] 2012년 금리 인하 이후 한국 섹터별 performance(1개월)



자료: WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 2012년 금리 인하 이후 한국 섹터별 performance(12개월)



자료: WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

**Compliance Notice**

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.