

## [H Report] China Crisis

주식시장의 움직임으로 실체를 추정하는 것은 어렵습니다. 또한 언론 정보를 통해서는 '이미 발생한 사건'에 대한 이유는 해석할 수 있지만 앞으로 발생할 사건을 추정하는 것도 역시 어렵습니다. 본래 이렇게 자주 Macro 보고서를 쓸 이유는 없지만 2022년 동아시아 시장은 중국이라고 하는 굉장히 중요한 '점'을 해석하고 넘어가야 하기 때문에 작성하게 되었습니다. 세계 경기가 좋다고 해도 우리 집 앞에 태풍이 오는 것을 무시할 수는 없는 법입니다.

본 보고서는 2021.10 China 보고서를 읽고 읽으셔야 해석이 쉬울 것이며 한반도에서 사업을 하고 있는 분들에게 깊고 강한 영향을 주게 될 수 있는 중국에 대한 해석을 하는 것을 목적으로 합니다.

### 1. Background

바이든 행정부의 오판이라고 할 수 있는 IRAN JCPOA에서 시작된 축의 움직임은 중국이라는 국가에게 강한 기회를 준 것이 사실입니다. 2018.10의 굴욕적인 항복선언을 철회하고 강한 중국으로 미국이라는 국가와 대항할 수 있는 기회를 주었기 때문입니다. 그래서 2018 ~ 2019의 미중구조를 무역분쟁이라고 한다면 2021년부터의 미중구조는 전쟁이라고 표현하게 된 것입니다. 이는 2021.03, 2021.05 보고서에 깊게 쓰여 있으니 다시 여기서 반복하지는 않습니다.



러시아의 군사력을 간접적으로 이용할 수 있게 된 중국은 미국을 제외한 경제질서를 구축하려고 하였으며 여기서 핵심이 되는 것은 위안화가 됩니다. 간단하게 설명을 하면 수출을 중심으로 하는 경제시스템 구축은 상대방의 지속적인 구매가 보장이 되어야 하는데 이러한 방식은 이제는 어렵기 때문에 다른 방식

의 경제시스템 구축에 대한 필요성을 느끼게 된 것입니다. 그리고 이미 2014년에 일대일로를 통하여 이러한 시스템 구축을 시도한 적이 있었고 이를 2021년에 다시 시작하게 된 것입니다.

수출을 통한 잉여에너지 구축이 어렵다면 스스로가 잉여에너지를 생산해야하는 것이고 이것이 위안화 기축통화와 연결되게 됩니다. 그래서 가장 먼저 한 것이 수입에서 25% 넘게 차지하고 있는 에너지수입결제 통화를 위안화로 바꾸는 작업이 됩니다. 정상 상태에서는 위안화 결제통화는 에너지 수출국 입장에서는 불편할 수 있겠지만 Russia Sanction, IRAN Sanction을 하는 상태에서 러시아와 이란이 위안화를 받지 않을 이유가 없게 된 것입니다. 이것이 중국에게 바이든이 준 가장 큰 선물입니다.

2021년에 가장 중요한 뉴스

 Reuters

### Iran and China sign 25-year cooperation agreement

DUBAI (Reuters) - China and Iran, both subject to U.S. sanctions, signed a 25-year cooperation agreement on Saturday to strengthen their long-standing...

2021. 3. 27.



---

Home > 뉴스 > 글로벌 > 차이나인

## 美제재 비웃는 中석유 수입... "이란의 위안화 결제 기대"

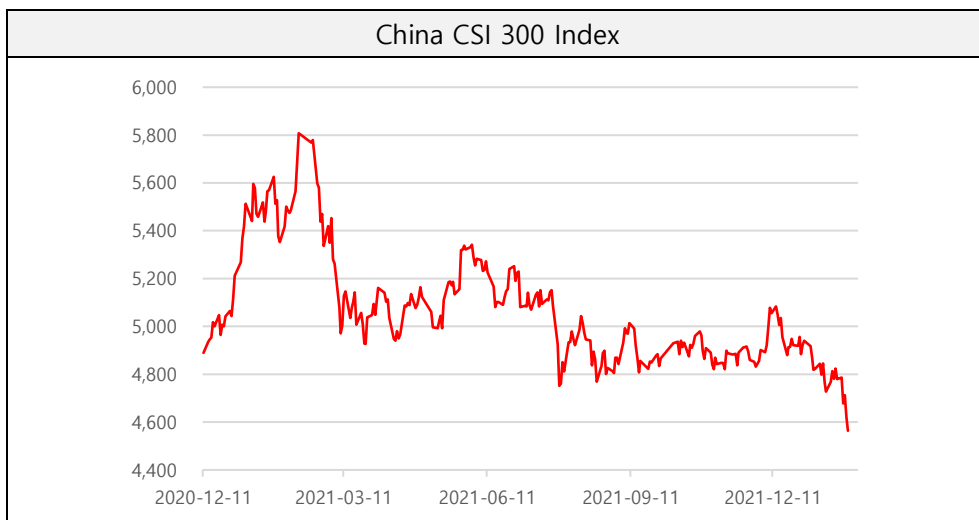
김태훈 기자 입력 2022-01-17 16:25 수정 2022-01-17 16:25

러시아와 이란에게는 세상에서 가장 큰 에너지 소비국가가 장기고객이 되어준다는 점에서 매력적이고 중국 입장에서는 위안화를 결제통화로 사용할 수 있다는 점에서 매력적이니 서로 행복한 상태가 되는 것입니다. 그래서 2021.03의 중국-이란 25년 에너지 공급계약 뉴스는 2021년 전체의 뉴스에서 가장 중요한 뉴스인 것이며 새로운 각도의 시작을 의미합니다. 중국의 에너지 전략은 아름답고 현명합니다. 하지만 지금의 중국을 만든 오판은 소비에 대한 대안에서 나오게 됩니다.

미국에서 벗어난 경제시스템 구축에서 중국은 크게 다음의 골자로 움직입니다.

- 재정정책의 축소
- 통화정책의 축소
- 내수소비시장의 확장

재정과 통화정책의 선회는 정확하게 1년 전인 춘절을 기점으로 하였으며 중국의 시장이 하락하게 된 시점도 이 시점입니다. 제가 무엇인가가 크게 틀어 졌다는 것을 이해한 것도 이때입니다. 미국과의 불안한 시장을 구축하면서 재정을 줄이고 통화를 줄이는 것은 지나치게 이상만 추구하는 움직임에 해당하며 준비되지 않은 급격한 정책선회는 시장을 불안하게 만들게 됩니다.



암튼 여기서 추가적으로 중요한 것은 수출시장을 내수소비시장을 치환하는 것이었으며 이는 미국이 현재 가지고 있는 경제시스템과 일치합니다. 에너지도 수입해주면서 주변국가의 물건도 사주게 되면 세상의 중심이 바뀌는 것이죠. 그래서 가계 소비에 높은 비중을 차지하고 있는 교육과 부동산에 대한 급격한 정책이 적용되게 되는 것입니다. 교육비와 부동산관련 비용을 소비로 치환한다면 수출을 하지 않아도 될 것이니깐요. 교육이야 어차피 Zero Sum이고 북경대를 갈 사람은 숫자로 정해져 있으니 그렇다 치더라도 부동산에 대한 정책선회가 중국에게는 자신의 시간을 값아 먹은 치명타가 됩니다. 통화정책을 축소하면서 부동산에 대한 강한 규제를 한다는 것은 자신의 배를 온 힘을 다해서 공격하는 모양새가 되는 것이고 금융시장의 기반자체가 소멸한다는 것을 의미합니다.

그리고 중국의 운명은 이 부동산 정책으로 사실상 결정이 됩니다.

## 2. 부동산

부동산 시장은 본질적으로 비유통시장입니다. 비유통이라는 것은 거래가 이루어지는 시장이 상시로 열리지 않는다는 의미이고 특정 조건에서는 시장이 소멸하게 됩니다. 다만 이런 부동산 시장의 소멸은 종종 발생하는 것은 아니고 Recession이라는 특이점에서 존재하게 됩니다. 이러한 특징은 채권과 비상장주식 시장에서도 비슷하게 만들어지는데 비상장시장이 경제에 미치는 영향은 미미하니 이를 제외하면 채권과 부동산시장의 시장 소멸은 Recession에 발생한다는 공통점을 가지고 있습니다. 살아있는 상태의 부동산시장은 거래가 이루어지고 가격이 교환되며 흥정이 이루어집니다. 하지만 시장이 소멸한 부동산시장은 매도자만 있을 뿐이고 제 가격에 팔지 못한 매도자는 파산하고 대신 은행에 다시 매도자로 바뀌게 되는데 이러한 상태에서는 담보대출이라는 것 자체가 안되기 때문에 부동산에 대한 구매행위자체도 이루어지지 않게 됩니다. 즉 팔려는 사람은 많은데 사는 사람은 없죠. 그래서 이때는 가격이 없어지게 됩니다. '부르는 것이 값'이라는 문장은 상승장에서도 폭락장에서도 언제나 사용될 수 있습니다.

부동산 가격이 하락하게 되면 싸게 살 수 있으니 좋아보이겠지만 그것은 소수의 현금부자에게 한정된 이야기입니다. 부동산 시장의 하락은 현재의 경제 시스템에서 건들어서는 안되는 영역을 흔들게 되는데 그것이 은행입니다. 은행은 환매형 조달구조를 가지고 장기채권에 투자를 하는 구조를 가지고 있습니다. 소위 말하는 Yield Curve Gap 즉 단기채권으로 조달해서 장기채권을 투자하게 되면 발생하는 금리차이가 은행에게는 가장 중요한 수익원이 되는 것인데 은행의 자산을 소화할 수 있는 장기채권시장은 없기 때문에 대부분이 부동산 담보대출로 나가게 됩니다. 여기서 담보가격이란 '현재 시장에서 통용되고 있는 가격'을 LTV라는 개념으로 할인하게 되는데, 예를 들어서 10년전의 대치동 아파트의 가격이 10억이었다면 50% 기준으로 5억을 빌려줄 수 있고 현재 그 아파트가 50억이라면 25억을 빌려주게 됩니다. 근데 왜 그 아파트가 10억에서 50억으로 올랐냐는 질문을 하면 이렇게 답하게 되죠.

그렇게 사회가 합의를 했다

이게 부동산의 본질입니다. 물론 조금 더 정교한 시스템으로 가격이 형성이 되지만 매수자와 매도자의 합의가 거래의 핵심인 것은 변함이 없죠. 부동산 교육시장은 아니니 이 정도로 넘어가겠습니다. 그런데 어떠한 사건으로 부동산 시장이 급랭되고 시장이 형성되지 않으면 그 아파트를 50억에 매수할 사람은 없어집니다. 그러면 가격이 없게 되는데 여기서 은행이 연결됩니다.


은행은 일반적으로 높은 수준의 부채비율을 가지고 있습니다. 일반적으로 자기자본대비 부채는 10배정도이며 일반 기업이 이러한 재무구조를 가지고 있었다면 부실기업이라고 평가했을 텐데 은행은 이러한 평가에서 제외됩니다. 왜냐면 은행은 안전하니까요. 그런데 50억의 50%인 25억을 빌려줘서 재무적으로 편안했었는데 이 부동산 가격이 20억으로 빠지게 되면 은행은 그 즉시 자본잠식이 됩니다. 즉 부도가 나게 되는 것이죠. 그런데 은행이 부도가 나면 예금인출이 발생하게 되며 이는 즉시 다른 은행으로 연결됩니다. 이게 Bank Run입니다. 그래서 부도가 나면 안됩니다. '은행이 부도가 나면 어떻게 되는가?'라는 질문은 의미가 없으며 그냥 부도가 나면 안되는 거죠.

그리고 지금 이것이 중국의 현재 모습입니다.

### 3. China Now

책상에서 디자인되어 실현된 중국의 부동산 정책은 경제 참여자들에게 부동산에 대한 공포심을 만들어 주었고 이는 거래하는 시장이 희미해지고 있다는 것을 의미합니다. 정부가 원하는 것과 같이 부동산은 하락하였지만 원하는 수준에서 멈춰서 안정적으로 간다는 것은 꿈에 가까우며 실제로는 거래가 소멸하고 답이 없이 하락하게 되는데 여기서 먼저 부동산기업이 부도나게 됩니다.

형다의 자산총계는 400조에 가까우며 이는 사실상 은행시스템을 제공하고 있었다고 봐도 됩니다. 회사가 부도나는 것은 아무런 상관이 없지만 은행은 다른 개념이죠. 그래서 중국은 온 힘을 다해서 통화정책과 부동산정책을 사용하고 있는 것입니다. 왜냐면 연쇄적인 부동산기업의 부도는 부동산가격의 하락에서 기인하는 것이고 이것이 지속되게 되면 중국의 실제 은행시스템을 흔들게 되기 때문입니다. 그래서 인플레이션 사이클인데도 불구하고 금리를 기습적으로 인하하는 것이고 미국의 시장 금리를 올리는 것에 대하여 그렇게 하지 말라고 이야기를 하는 것입니다. 그리고 이것은 일종의 '절규'입니다.

시진핑 금리	
<b>Xi Jinping urges West not to 'slam the brakes' by hiking interest rates too quickly</b>	
	<p>By <a href="#">Laura He, CNN Business</a>          Updated 1303 GMT (2103 HKT) January 18, 2022</p>

이러한 중국의 절박한 움직임이 가능한 것은 위안화의 강세가 바탕이 되고 있기 때문이며 이러한 상태에서는 적어도 채권시장의 급격한 유출은 막을 수 있습니다. 그래서 위안화가 중요하다고 한 것입니다.

시장 경기는 좋지 않고 기업들이 중국 행정부에 대한 인식도 좋지 않은데 시진핑 행정부는 여기서 3기 연임에 대한 틀을 다져야 합니다. 중화인민공화국의 흐름에서 한번도 어겨지지 않았던 10년 이상의 집권을 해야하는데 이는 현재 중국 행정부 입장에서는 퇴로가 별도로 없기 때문입니다. 2012년에 반대파였던 보시라이 쿠데타를 진압하면서 수장이 되었던 현재 행정부는 소위말하는 준비된 상태가 아니었기 때문에 '반부패'라는 메시지를 통하여 반대파를 숙청하였을 것이고 이는 반대파로 하여금 깊은 앙금을 만들었을 것입니다. 그리고 10년 집권만 참으려고 했을 텐데 10년 이상 집권을 하겠다고 하니 이를 갈고 있을 것입니다.

보시라이 쿠데타	
<b>"보시라이, 쿠데타 직전까지 갔다"</b>	
입력 2012.04.30 01:03   수정 2012.04.30 01:03	
<hr/> <p>지난 2월 왕리쥘 구속된 후 총칭 인민해방군 동원 시도...후진타오, 눈치 채고 미리 제압</p>	

그래서 중국의 문제는 부동산에서 시작되었지만 정치로 연결되게 되는 것입니다. 특히 현재 중국 반대파의 움직임이 잘 보이지 않는데 이는 굉장히 무서운 정보입니다. 존재하는데 움직임이 보이지 않는다는 것은 '기습'을 의미하는 것이고 여기서 기습이란 구데타까지도 염두해야 할 것입니다.

#### 4. Projection

중국의 부동산은 회복점을 넘었다고 판단됩니다. 지금도 중국 부동산회사들은 부도가 나고 있으며 채권 만기가 도래할 때마다 갚지 않는다는 표현을 사용합니다. 채권의 원리금을 상환하지 않는 것을 우리는 기업이 부도가 발생했다고 하는 것인데 중국 부동산 채권을 가지고 있는 해외보유자들은 기다리는 것 외에는 마땅히 할게 없다는 것도 포인트입니다. 그래서 해외 채권 보유자들에게 중국의 기업들은 강제로 채권 재조정을 유도하고 있는데 이는 Credit 시장이 소멸되고 있다는 본질적인 문제를 가져오고 있는 것입니다. 갚지 않는 채권에 이에 대해서 무덤덤한 상태는 극도로 무서운 상태입니다.



중국 행정부는 이러한 그림을 이해하고 있으며 자신들의 실수도 인정하고 있는 듯 합니다. 하지만 인플레이션 시장에서 독자적인 통화정책은 지속적으로 유지되기 어려운 것이고 위안화가 여기서 흔들리게 되면 그 즉시가 Chinese Recession의 시작이 되는데, 행정부의 입장에서는 그대로 있으면 반대파에게 몰리게 될 수 있으니 대만 전쟁이라는 카드를 사용하게 될 수도 있습니다. 어짜피 해전이고 애국주의 노선이라는 이념으로 끌고 가면 외부에서는 전쟁을 그리고 내부에서는 숙청을 할 수 있죠. 이러한 과정에서 일종의 문화대혁명도 발생하게 될 것입니다. 이는 이미 1960년대 대약진운동의 실패를 문화대혁명으로 극복한 적이 있는 중국에는 유추하기 쉬운 내용입니다. 물론 '극복'이라는 단어의 주어는 국가가 아니고 행정부입니다.

그리고 여기서 한국은 정치적으로 경제적으로 가장 쉬운 타겟이 됩니다. 2014년 시진핑이 난징에서 시작한 반일운동이 일본의 화장품시장에 어떠한 영향을 주었는지를 보면 쉽게 이해할 수 있을 것입니다. 당시에는 한국 화장품이 수혜를 입었지만 이제는 그 대상이 될 수도 있습니다. 그래서 중국과의 상거래채권, 공장등에 대해서는 언제나 Plan B를 가져가야 할 것입니다.

## 5. 드리고 싶은 말

중국과 관련된 제 의견에 대해서 개인적으로는 틀리기를 바라고 있습니다. 하지만 시장의 흐름은 그 방향으로 가고 있어 보이기 때문에 이를 글로 적어서 전달드리는 것입니다. 중국의 이벤트는 2022년 이내에 발생할 확률은 매우 높고 2022년 상반기에 발생할 확률도 상대적으로 높습니다.

하지만 한국 시장에게는 다른 기회를 제공하게 될 것인데 그것은 중국과의 경쟁구도에 있는 산업의 부흥을 의미하기 때문입니다. 2차전지가 그러했듯이 다양한 산업에서 또 하나의 기회를 제공하게 될 것입니다. 준비되어 있는 상태에서의 위기는 언제나 기회가 됩니다. 이번 싸이클에서 중국이라고 하는 가장 중요한 변곡점만 현명하게 넘어가신다면 믿을 수 없게 아름다운 시장에서 믿을 수 없게 성장하실 거라고 믿어 의심하지 않습니다.

Posted on 2022-01-13 by HKOH

참고글. 이는 HKOReport Page 의 마켓코멘트를 복사한 글입니다.  
위안화에 대한 내용을 담고 있습니다.

2021 년의 지표에서 가장 이상하게 움직였던 지표는 CNY 다.  
형다부터 시작해서 많은 문제들이 발생을 하였으나 CNY 는 강세를 보이고 있었고 이는 Macro 지표를 공부하는 사람이라면 이상하게 생각을 했을 지표가 된다.



CNY JPY KRW 중에서 확연하게 다르게 가는 CNY  
환이 강해진다는 것은 어렵게 생각할 이유가 없다.  
누군가가 CNY 를 매수한다는 뜻이다.

그런데 여기서 이상한 것은 2021 년에 왜 굳이 누군가가 CNY 를 매수할 필요가 있냐는 것이다.  
투자를 할수도 있겠지만 상대적으로 JPY, KRW 에 비하여 더 강하게 CNY 를 매수할 이유는 없어 보이기 때문이다.



### CSI 300 Index 2021

물론 답은 정해져 있다. 이는 외부인의 현금흐름이 아니고 무역흑자 규모의 확대에서 발생하게 된 것이다.





China Trade Balance (\$B)

공급부족에서 사상최대를 찍고 있는 중국 무역흑자는 현재의 위안화 강세를 설명하는 중요한 톨이 된다. 2021.12 를 기준으로 중국이 보유하고 있는 미국 국채는 1.06T 이며 2021 년에 50B\$정도는 감소했지만 그것으로 위안화 강세를 설명할 수는 없다.

누군가가 나에게 단 하나의 지표를 볼 수 있다고 한다면 난 WTI 를 고를 것이고, 하나를 더 볼 수 있다고 한다면 CNY 라고 답할 듯 한데 그것은 리스크를 의미하기 때문이다.

환율은 복잡하게 보이지만 전달하는 메시지는 매우 간결한 편이다.

아르헨티나와 같은 극단적인 케이스를 제외하고 비교적 최근에 관찰할 수 있는 환율 사건은 2018 이탈리아 채권, 2021 터키 리라 정도 이다. 참고로 채권과 환율은 거의 같은 의미이다. 참고로 어긋난 금리를 맞춰주는 것은 환율이다.

### 이탈리아 채권 사건

2018 년은 ECB 에게는 복잡한 해가 된다. 미국의 인플레이션 싸이클에서 FED 의 Deleveraging 정책은 ECB 에게는 많은 고민을 가져오게 되었다. 트럼프 리플레이션이라고 하는 이벤트에서 미국과는 다르게 유럽시장의 회복은 더디게 되었고 당시 유럽은 높은 금리를 감당하기가 어려운 상태가 되었다.

하지만 그 당시에 유럽의 전체적인 금리는 미국에 비하여 낮게 형성되어 있었는데 그것은 매우 불안한 균형점이었다. 그래서 지금은 은퇴하신 핼코의 설립자이자 야누스의 대표였던 빌 그로스가 독일국채를 숏하고 미국국채를 롱하게 된 이유가 되고 이는 당시 기준으로는 난 타당하다고 생각했었다.

하지만 미국의 경기가 좋아지고 금리가 올라가고 달러가 강해지는 순간 이탈리아 채권은 절망으로 빠지게 된다.

이탈리아 채권가격이 미국채권에 비하여 비싸게 형성되기 위해서는 달러의 약세 즉 유로와의 강세가 바탕이 되어야 하는 것인데 그 불안한 균형점이 어긋나면서 이탈리아 채권시장에서는 곡소리가 나게

된다.

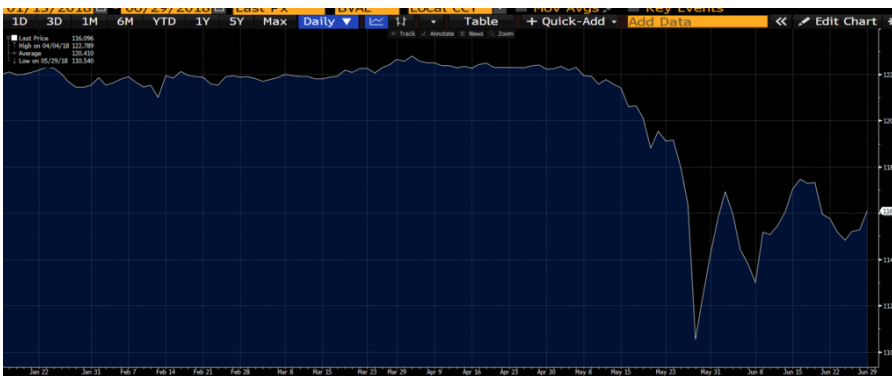
이것이 그 유명하고도 한심하기 그지 없었던 이탈리아 부도설의 시작점이다.



Italy 10Y & US 10Y. 2018.05의 아픔이 느껴진다.

채권을 트레이딩 하셨던 분이라면 1 달만에 10년물 금리가 1.7 에서 3.2 까지 간다는 것이 무슨의미인지 아실것이다.

혹시 모를 수도 있으니 차트를 추가한다.



참고로 채권은 100원을 사는게 아니다.

이 당시에 난 개인적으로 블로그를 적고 있었을 때인데, 그때의 흐름을 보면서 적었던 글이 생각난다. 그리고 정말로 잔인한 사건은 여기서 보여지게 된다.



Sell Italy Buy German

EU 에서 채권문제가 발생하긴 했는데 이탈리아 채권을 팔고 독일 채권을 매수해버린 것이고 그래서 독일 국채는 오히려 가격이 올랐다. 그리고 이것이 빌 그로스 은퇴의 결정타가 된다. 즉 빌 그로스가 독일국채가 아니고 이탈리아 국채를 매도했다면 스타가 되었을 것라는 의미이기도 하다.

그리고 내 기준으로는 이때 EU 가 부서졌다고 생각했다. 위의 차트를 설명할 수 있는 유일한 해석은 EU 가 쪼개지면서 이탈리아환율은 하락하고 독일 환율을 상승해야만 논리적이기 때문이다.

## Billionaire George Soros: 'The European Union is in an existential crisis'

Published: May 29, 2018 8:02 a.m. ET



*'Everything that could go wrong has gone wrong,' says storied investor*



George Soros is sounding glum about the EU.

그래서 이 뉴스까지도 연결되는 것이다.

얕든 2018 년이 새록새록 기억이 나면서 쓰잘때기가 없는 말까지 했는데 환율이 그렇게 중요하다는 뜻이다.

그리고 터키리라 사건은 온세상의 금리가 오르는데 혼자 내리게 되면 환율이 오셔서 응징을 해준다는 뜻이다.

중국의 모든 정책은 위험하다. 부동산가격을 위하여 QE 를 해야하고 금리를 내려야 하는데 세계시장과 다르게 가고 있다. 이는 터키와 거의 모든 점에서 동일한데 유일하게 다른 것은 무역흑자의 규모가 된다.

그래서 위안화는 중국의 모든 문제를 지키고 있는 마지막 등불이다.

이게 약해지게 되면 어마어마하게 심각한 문제가 파생될 수 있으니 위안화를 지속적으로 보셔야 한다.

구조적으로 무역흑자를 지속할 수 없는 중국은 미국이 인플레이션 충격에 있을 때가 생존할 수 있는 시간이 된다.

지속적으로 커지게 되는 인도의 그림에서 중국의 그림자는 길어지게 될 것인데 위안화를 지킬 수 있는 보루가 사라지게 되면 2018.05의 이탈리아 사건이 튀어나오게 될 것이다.

위안화는 그래서 중요하다.