

미국 햇빛이 중국 부채 그림자로 덮여지고 있다

[Economist] 박상현 2122-9196 shpark@hi-ib.com / 류진이 2122-9210 jinlee@hi-ib.com



2023-08-14

■ 미국 연착륙과 금리 동결 가능성이 호재가 중국 리스크에 가려져

7 월 소비자물가를 통해 미국 물가 하향 안정기조가 확인된 가운데 3 분기 성장률 역시 양호한 수준을 유지할 공산이 높아지고 있다. 블룸버그 GDP 성장률 서베이 수치와 미국 애틀랜타 연준의 GDP 추정치간 다소 격차가 있음에도 불구하고 공통점은 3분기 성장률이 상향 조정되는 추세라는 점이다.

블룸버그 8 월 GDP 성장률 서베이에 따르면 3 분기 GDP 성장률은 전기비 연율 0.7%로 6 월(0.0%), 7 월(0.5%)에 비해 상향 조정되었다. 미국 애틀랜타 연준의 GDP 성장률 추정치는 더욱 드라마틱하다. 8 월 8 일 기준 3 분기 GDP 성장률 추정치는 4.1%이다. 향후 경제지표가 발표되면서 점차 하향 조정되겠지만 3 분기 GDP 성장률이 2 분기 성장률에 근접할 가능성이 현재로는 크다.

ISM 제조업 지수 부진, 장단기 금리 스프레드 역전 등으로 경기선행지수 둔화세가 지속되고 있음에도 불구하고 미국 경기의 연착륙 분위기는 강화되는 추세이다. 이에는 당사가 강조한 서비스 업황과 유동성 효과가 특특히 작용 중이라는 생각이다.

미국 컨퍼런스보드에서 발표하는 경기선행지수 구성항목을 보면 제조업관련 지표 비중이 53%에 달하고 있는 반면에 서비스업과 관련된 지표는 구성항목에 거의 포함되지 않고 있다. 서비스업황이 반영되지 못하고 있다는 측면에서 실제 선행지수보다 미국 경제가 양호할 수 있음을 시사한다.

또 하나 주목된 것은 유동성 흐름이다. 미 연준의 공격적인 금리인상으로 유동성 위축이 우려되었고 이를 반영하듯 미국 통화(M2) 증가율은 수개월째 감소 흐름을 이어가고 있다. 그러나 특이한 것은 M2 구성지표 중 요구불 예금과 단기 유동성 예금 비중이 팬데믹을 계기로 급격히 증가했다는 사실이다. 유동성이 시중으로 유입되어 신용창출이 되기보다는 단기 예금에 잠겨 있는 것이다. 이처럼 잠자고 있는 막대한 유동성이 가계의 소비 여력 및 자산가격을 지탱해주는 역할을 하면서 경기 연착륙도 일조를 하고 있다. 물론 당사가 누차 지적하는 4%대 국제 금리로 연착륙이 다소 덜컥거릴 수 있지만 흐름을 뒤집지는 못할 것이다.

미국 경기의 햇살이 이처럼 강해지고 있지만 부채 리스크를 동반한 중국 경기 그림자는 더욱 짙어지는 모양새다.

■ 중국 부채 리스크가 점점 더 현실화되는 중

피치사의 미국 신용등급 강등에 이은 무디스사의 미국 지역은행 신용등급 강등 파장이 미국 경제와 금융시장에는 제한적 영향을 주고 있지만 글로벌 경제와 금융시장이 숨기고 싶어했던 역린(건드리면 반드시 살해된다는 뜻)을 건드린 것이 아닌가 하는 우려가 들고 있다.

부채 리스크에 취약점이 큰 중국이 당장 역풍을 맞이하고 있다. 헝다, 완다에 이어 비구이위안(컨트리가든)의 채무 불이행 사태가 발생했다. 2 년이 경과된 헝다 사태가

아직도 채무 조정이 마무리되지 않은 상황에서 또 다른 대형 부동산 개발업체인 비구이위안(컨트리가든) 디폴트는 단순히 부동산시장 침체 지속을 넘어 당사가 보고서로 지적했던 LGFV 발 그림자 부채 리스크를 자극할 수 있다. 이는 중국 경제의 '질서있는 신용위험' 혹은 일본형 대차대조표 불황 위험을 높이는 촉매제이다.

※ LGFV(Local Government Financing Vehicle)는 지방정부 자산을 담보로 투자자금을 조달하는 특수법인으로 LGFV 부채는 지방정부 B/S 에 잡히지 않아 '그림자 부채'로도 일컫음

08년 글로벌 금융위기 직후 중국의 과도한 경기부양책 및 부동산 주도의 성장 모델의 후유증과 함께 팬데믹 과정에서 급격히 증가한 정부의 부채가 부메랑으로 돌아오고 있다. 잇따른 중국 부동산 개발업체의 디폴트는 단순히 기업 부채 리스크가 아닌 지방정부 및 LGFV(Local Government Financial Vehicles) 그림자 부채와도 밀접한 연관관계를 지니고 있다. 중국 정부가 초기에 부채 리스크를 통제하지 못할 경우 예상보다도 심각한 위기에 빠질 위험이 커지고 있다.

여기에 디리스크를 통한 미-중 갈등 완화를 기대했던 시장에 바이든 행정부의 첨단분야의 대중 압박 강화가 찬물을 끼얹으면서 중국 경제는 물론 글로벌 경제에 걱정거리가 되고 있다.

보고서 제목처럼 미국 햇빛이 중국 그림자로 덮여지는 형국이다.

■ 한국도 부채 리스크에서 자유롭지 못하다

팬데믹 과정에서 급증한 정부 부채에 최근에는 부동산 규제 완화로 가계부채가 재차 급증하는 현상은 국내 역시 각종 부채리스크에 자유롭지 못함을 의미한다. 부동산 PF 발 부채 리스크가 해소되지 못한 상황에서 또 다른 부채 리스크가 부각되고 있는 것이다.

더욱 큰 문제는 앞서 지적한 중국 부채 리스크가 국내로 전이되면서 국내 부채 리스크를 자칫 자극할 위험이 있음이다. 중국 경제가 디플레이션 불황 진입 시 디플레이션 충격에 국내 경기와 금융시장이 크게 노출될 수 있기 때문이다. 당장 하반기 대중국 수출 개선을 통해 국내 수출경기 개선과 경기 회복 가속화를 기대했지만 중국 경기 불안으로 하반기 국내 수출경기에 커다란 먹구름이 끼고 있다. 8 월 10 일까지 수출이지만 대중국 수출증가율은 전년동기 -25.9%로 전혀 회복될 기미를 보이지 못하고 있다. 대중국 수출에 큰 영향을 주는 반도체 수출 역시 감소폭은 줄었지만 전년동기 -18.1%의 부진 현상이 이어지고 있다. 중국 경기 리스크가 고스란히 국내 수출로 전염된 것이다.

하반기 경기가 미국보다 중국 경기에 달려 있다고 보고서로 강조한 바 있다. 중국 경기 불안 확산, 특히 부채 리스크를 중국 정부가 얼마나 통제하면서 디플레이션 리스크를 해소할지가 주목된다. 이는 국내 경기와 부채 리스크에도 중요한 변수이다.

그림1. 미 애틀랜타 연준의 3 분기 GDP 성장률 추정치는 전기비연율 4.1%(8월 8일 기준)

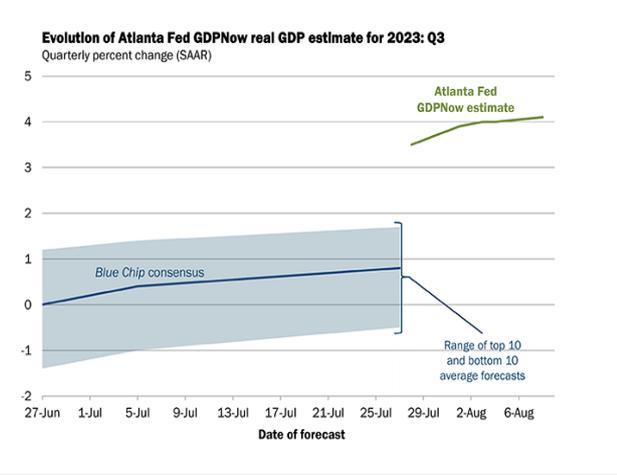


그림2. 경기선행지수와 성장률간 괴리현상 확대

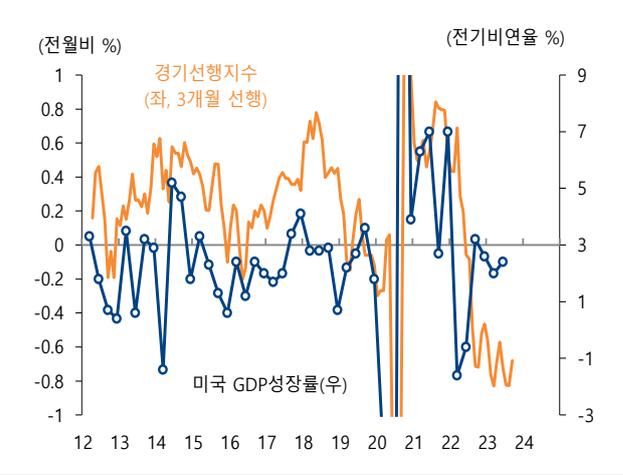


그림3. 미국 경기선행지수 구성항목 중 제조업 관련 지표 비중

선행지수 구성항목	비중
제조업 주간 평균 근로시간	0.2373
주간 신규 실업수당 청구건수	0.0140
제조업 신규 수주 : 소비재 및 소재	0.0779
ISM 신규 수주 지수	0.1702
제조업 신규 수주 : 비국방 자본재 제외	0.0459
건축허가건수	0.0307
S&P 500 지수	0.0419
선행 신용지수(Leading Credit Index)	0.0991
장단기 금리 스프레드	0.1247
기대 소비심리지수	0.1583
제조업관련 비중	0.5313

그림4. ISM 제조업 및 서비스 지수 가중 평균지수는 아직 50 선을 상회하고 있음



그림5. M2 구성항목 중 기타 유동성 예금과 요구불 예금 비중이 팬데믹을 기점으로 이례적으로 급증함



자료: 애틀랜타 연준, Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 팬데믹 기간 중 미국은 물론 한국, 중국 및 일본 정부 부채가 상대적으로 큰 폭으로 증가

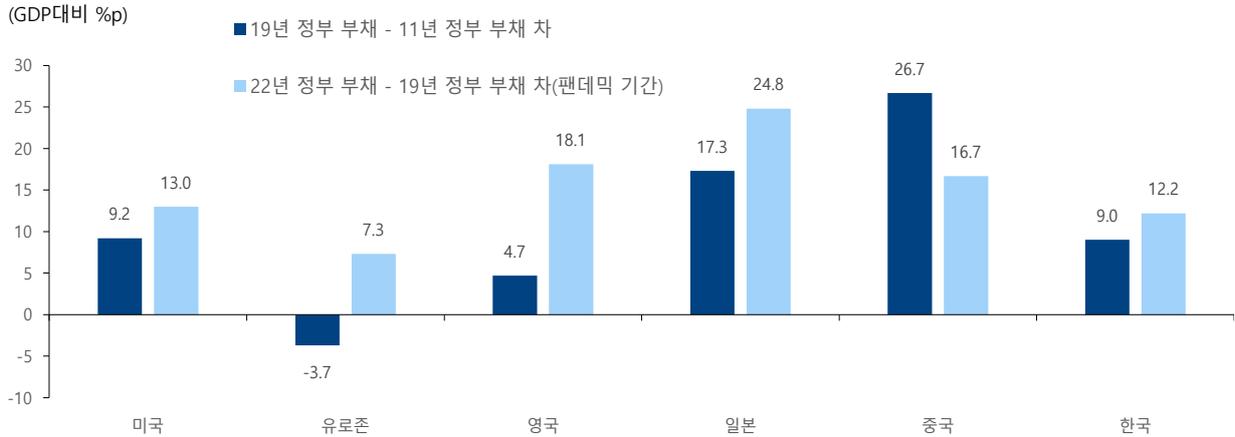


그림7. 중국 정부 부채 및 그림자 부채 추이

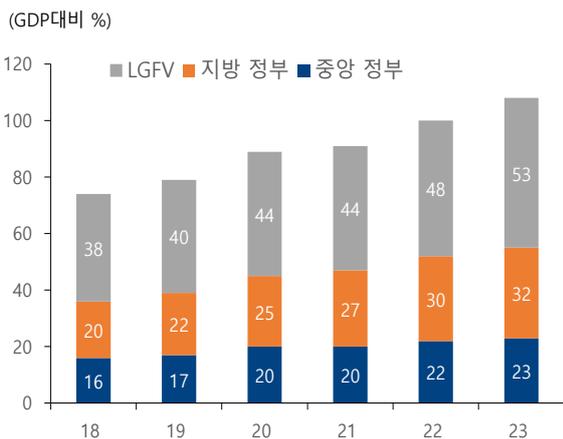


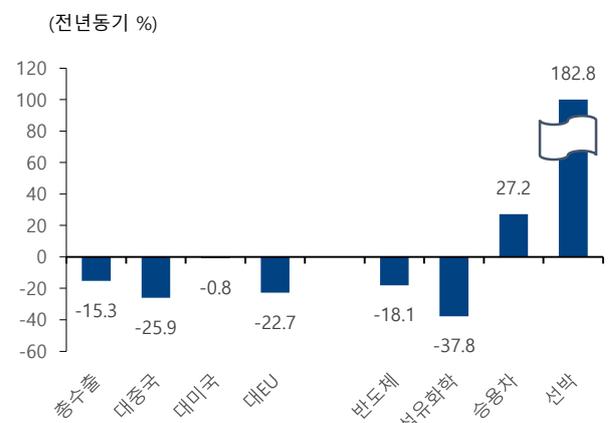
그림8. 비구이위안(컨트리가든)이 발행한 100억 달러 채권의 채무불이행 우려로 비구이위안 채권 가격이 급락 중



그림9. 팬데믹 당시의 증가 속도를 보이고 있는 국내 가계대출



그림10. 8월 1~10일까지 주요국 및 주요 제품 수출증가율



자료: IMF, Bloomberg, CEIC, 국제금융센터, 관세청, 하이투자증권 리서치본부

Compliance notice

- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 - ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 박상현, 류진이)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대어될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.