



## 중국 주가지수 하락의 영향

조영현 연구위원, 이해은 연구원

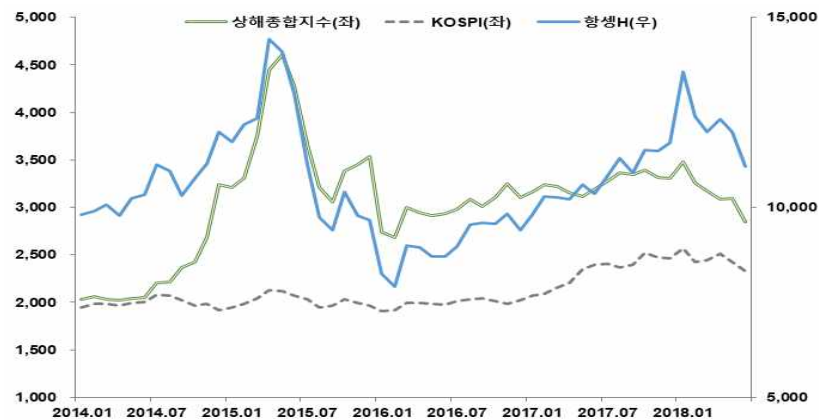
최근 중국의 주가지수가 하락세를 보이고 있음. 중국 주가지수의 하락은 우리나라 주가연계증권(ELS) 시장에 직접적인 영향을 미치고 간접적으로는 우리나라 주가지수에 영향을 미침. 홍콩 H지수를 기초자산으로 하는 우리나라 ELS 비중은 71%에 달해 H지수의 하락은 국내 개인투자자들의 투자손익에 부정적 영향을 미침. 한편, 글로벌 금융위기 이후 중국 주가와 우리나라 주가는 동조화 현상이 강화됨. 이는 양국 간 무역연계성 강화 때문인데, 특히 최근에는 미국과 중국 간 통상마찰 장기화 가능성으로 중국과 우리나라 주가의 동조화가 더욱 심화된 것으로 보임. 미국과 중국 간 통상마찰의 장기화는 중국 경제 및 주가지수에 부정적 영향을 미칠 수 있고, 이는 우리나라의 경제 및 투자자 성과에도 부정적인 영향을 미칠 수 있음

### ■ 2018년 들어 중국의 주가지수가 하락세를 보임

- 상해종합지수는 1월 말 3,480.83에서 6월 말 2,847.42로 18.2% 하락함
- 홍콩 주식시장에 상장된 중국기업들로 구성된 주가지수인 항셱차이나기업지수<sup>1)</sup>(이하 'H지수')는 동기간 13,561.65에서 11,073.00으로 18.4% 하락함
  - H지수와 상해종합지수는 매우 유사한 움직임을 보임
- 중국 주가지수 하락의 주요 요인으로는 미국과의 통상마찰, 내수부진, 부동산 시장 침체 우려 등임

1) Hang Seng China Enterprises Index

〈그림 1〉 중국과 우리나라 주가지수 추이



주: 월말 수치임  
자료: Bloomberg

#### ■ 중국 주가지수의 하락은 우리나라 주가연계증권(ELS) 시장에 직접적인 영향을 미칠 수 있음

- ELS는 대부분 원금비보장형으로 발행되는데, H지수는 EuroStoxx 50과 함께 ELS의 기초자산으로 가장 많이 쓰임<sup>2)</sup>
  - 2018년 상반기 발행된 ELS 48.1조 원 중 원금비보장형은 43.9조 원(91.3%)이며, EuroStoxx50과 H지수를 기초자산으로 발행한 비중은 각각 78.6, 71.1%임<sup>3)</sup>
- 2018년 6월 말 기준 H지수를 기초자산으로 하는 ELS의 발행잔액은 35.4조 원으로 전체 ELS 발행잔액의 35%에 이룸<sup>4)</sup>
  - 2015년도에 H지수를 기초자산으로 하는 ELS 발행이 과도하여 발행 감축 자율규제가 시행되었으나 2017년 말 종료되어, 2018년에 다시 발행이 급증함

#### ■ H지수의 가격변동은 특히 개인투자자들의 투자손익에 상당한 영향을 미침

- H지수의 가격하락이 장기간 지속될 경우, ELS 투자자가 만기에 손실을 볼 수 있는 구간(Knock-In Barrier)에 진입할 수 있음
  - ELS의 구조는 다양하지만, 많은 지수형 ELS는 3년 만기이며 만기 시 기초자산 가격이 최초(발행 시) 기준가격의 60% 미만인 경우 원금손실이 발생하는 구조임
- H지수가 높은 수준이었던 2015년 상반기에 발행된 EuroStoxx 50 및 H지수를 기초자산으로 한 ELS 중 2108년 상반기에 만기상환 된 종목은 473개인데, 이중 69개 종목에서 손실이 발생함<sup>5)</sup>

2) 금융감독원 보도자료(2018. 7. 18), “최근 ELS 발행·판매 동향 및 대응방안”

3) 2개 이상의 기초자산을 편입한 ELS의 경우 각각의 기초자산을 중복하여 산출한 수치임

4) 금융감독원 보도자료(2018. 7. 18), 전계서

- 손실 종목의 상환수량은 57,011로 전체 상환수량 857,126 중 6.7%를 차지함
- ELS는 은행신탁과 일반 공모 등의 경로를 통해 주로 개인투자자들을 대상으로 판매되는데, 2018년 1/4분기 은행신탁과 일반 공모에 의한 ELS 판매 비중은 각각 58.5%, 19.8%임

#### ■ 한편, 글로벌 금융위기 이후 중국 주가지수와 우리나라 주가지수는 동조화 현상이 강화됨

- 한국과 중국 간 주가수익률의 동조성은 글로벌 금융위기 이후 높아짐<sup>6)</sup>
  - 반면, 한국과 미국 간, 한국과 일본 간 주가수익률의 동조성은 글로벌 금융위기 이후 오히려 작아짐
  - 유복근·이진수(2018)는 한국과 중국 간 무역연계성이 주가수익률의 동조성을 결정하는 주요인임을 보임
  - 우리나라는 2003년까지 미국과의 무역 비중이 가장 높았으나, 이후 중국과의 무역 비중이 가장 높아져서 2018년에는 수출, 수입 각각 24.8%, 20.5%를 차지함

〈표 1〉 우리나라 국가별 수출입 비중

(단위: %)

| 2000년 |      |      | 2017년 |      |      |
|-------|------|------|-------|------|------|
| 국가    | 수출   | 수입   | 국가    | 수출   | 수입   |
| 미국    | 21.8 | 18.2 | 중국    | 24.8 | 20.5 |
| 일본    | 11.9 | 19.8 | 미국    | 12.0 | 10.6 |
| 중국    | 10.7 | 8.0  | 베트남   | 8.3  | 3.4  |
| 기타    | 55.6 | 54.0 | 기타    | 54.9 | 65.6 |

주: 수출 비중 기준으로 상위 3개국을 선정함  
 자료: K-stat(<http://stat.kita.net>); 산업통상자원부

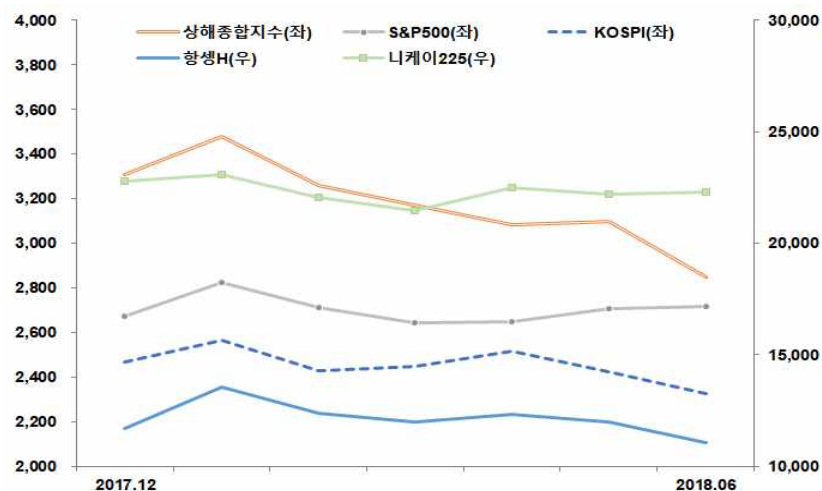
#### ■ 특히, 최근 우리나라 주가지수와 중국 주가지수는 더욱 높은 동조성을 나타내는 것으로 보임

- 미국과 중국 간 통상마찰이 장기화 조짐을 보이면서, 중국의 수출 둔화와 이에 따른 우리나라의 대중국 중간재 수출 감소에 대한 우려가 주가수익률 간 높은 동조화의 주요 요인인 것으로 보임

5) 한국예탁결제원 증권정보포털

6) 유복근·이진수(2018), "What Drives the Stock Market Comovements between Korea and China, Japan and the US?", BOK경제연구

〈그림 2〉 최근 주요 주가지수 추이



주: 월말 수치임  
자료: Bloomberg

#### ■ 투자자들은 통상마찰이 해결되기 전까지 중국 주가지수가 하락할 가능성에 주의할 필요가 있음

- 올해 1/4분기 중국의 경상수지가 16년여 만에 처음으로 적자를 기록하였으며, 향후 연간 기준 경상수지 흑자폭이 지속적으로 감소할 가능성이 제기되고 있음<sup>7)</sup>
  - 경상수지 흑자폭 감소 혹은 적자 전환은 위안화 약세를 일으킬 수 있는 요인임
- 중국 당국에 의한 기업부채 조정과정에서 나타나고 있는 부도 및 유동성 위기를 감안하면, 위안화의 지속적 약세를 방지하기는 어려운 것으로 보임
  - 위안화의 지속적 약세를 방지할 경우 자본이탈이 일어날 수 있으며, 이는 중국 기업의 부도 및 유동성 위기를 심화시킬 수 있음
- 통상마찰이 장기화될 경우 중국의 내수 침체 및 경제성장률 둔화가 가속화될 수 있음 [kiri](#)

7) 이치훈·이상원(2018. 7. 9), 「중국의 경상수지 적자 원인 및 시사점」, 국제금융센터