

[경제분석]

최흥매
 02-3774-1846
 hongmei.cui@miraeeasset.com

정의민
 02-3774-3976
 em.jung@miraeeasset.com

중국 채권통의 국내외 영향 분석

채권통(債券通), 시장 문턱을 낮추다

중국 채권 시장의 개방확대, 채권통 실행

중국은 7월 3일부터 본토와 홍콩시장을 연결하는 채권통을 실행한다. 현재는 홍콩거래소를 통한 본토 채권매입(Northbond Trading)만 가능하다. 채권통은 기존의 중국 본토 채권시장 접근방식인 QFII, RQFII, CIBM Scheme에 비해 접근성 우위가 있다.

채권통을 통해 홍콩과 본토의 인프라가 서로 연결되면서 기존에 비해 등록 기간이 단축되고 등록, 거래, 결제, 위탁 시스템이 간소화 되었다. 현재 위안화 현물채권만 투자 가능하고, 환전 및 환헤지는 역외에서 가능하다. 채권통의 투자쿼터에 대해서는 특별한 제한이 없다.

채권통의 기대효과

1) 중국 채권시장 영향력 확대: 채권통 시행으로 중국 국채의 글로벌 채권지수 편입 가능성이 높아지면서 중기적인 글로벌 패시브 자금의 유입이 기대된다. 더불어 중국 채권시장의 신용평가시스템의 개선 등 제도적 개선이 수반될 것이다. 채권시장의 개방, 외국인 자금의 유입으로 채권시장의 양적이 성장과 글로벌에서의 영향력 기대가 예상된다.

2) 위안화의 안정성과 국제화: 채권통을 통한 글로벌 자금 유입은 포트폴리오 수지 개선 등을 통해 위안화 가치 안정성에 영향을 줄 수 있다. 또한, 위안화 채권에 대한 투자는 위안화가 투자 통화로서의 위상을 높일 것이고, 장기적으로도 위안화의 국제화에 긍정적인 일 것이다.

중국 로컬채권시장 투자전략

1) 위안화 표시 채권 직접 투자: 환헤지하게 될 경우, YTM이 1%를 하회하면서 원화 채권 수익률에도 크게 못 미칠 것이다. 이는 위안화 스왑 레이트(달러 대비)가 2%를 훌쩍 넘고 있는 상황에서 환헤지 비용이 상당하기 때문이다. 따라서, 위안화 가치 안정성이 뒷받침된다면, 국내 채권 투자자들은 위안화 표시 채권에 직접 투자하는 것이 효율적일 것이다.

2) 크레딧 채권 투자는 중장기 관점으로 접근: 중국 크레딧 채권 캐리 매력도는 높지만, 아직 그들의 신용등급 신뢰도가 충분히 확보되지 못한 상황이다. 중국은 크레딧 채권 내 AA등급 이상 채권이 90%가 넘고 있다. 중국 기업들의 신용등급 신뢰도 확보까지 시간이 걸릴 것이기에, 단기적으로는 국공채 및 일부 대형기업 회사채에 대한 선별적인 접근이 요구된다.

중국 채권금리와 외국인 채권투자 관련 제도 변화



중국 채권시장 제도 변화

1) 1기: QFII/RQFII

2002년, 중국 정부가 일정한 자격 조건을 갖춘 외국인 기관 투자자들의 중국 자본시장 참여를 허용하는 QFII(Qualified Foreign Institutional Investor) 제도를 시행하면서 중국 채권시장 개방이 본격적으로 시작되었다.

그러나 QFII 기관들은 중국 역내 채권시장에서 매우 제한적인 비중을 차지하고 있는 거래소 채권시장에만 접근을 할 수 있었고, 중국 역내 채권시장의 대부분(약 94%)을 차지하고 있는 은행간 채권시장(Interbank Bond Market)에 대한 접근은 제한되었다.

2011년 12월, 역외 위안화 자금을 조달해서 중국 자본시장에 투자하는 RQFII(RMB Qualified Foreign Institutional Investor) 제도가 도입되었고, 2013년 3월, 중국 정부는 QFII, RQFII 기관들의 은행간 채권시장 참여를 허용했다. 하지만 QFII, RQFII 승인을 얻은 기관들의 숫자는 한정적이었고, 투자 쿼터(Quota Limit)의 존재로 인해, 여전히 외국인 투자자들은 중국 은행간 채권시장에 대한 제한적인 참여만이 가능했다.

2) 2기: CIBM Scheme

한편, 2015년부터 중국 채권시장 개방 속도는 조금씩 가팔라지기 시작했는데, 2015년 7월, 중국 정부는 해외 중앙은행, 국부펀드의 은행간 채권시장 투자 쿼터를 폐지했고, 이들의 은행간 채권시장 투자를 사전 승인 제도에서 등록제로 변경했다. 2016년 2월, 유사한 조치가 은행, 보험, 증권, 펀드 등의 해외 금융기관들로 확대되었다(단기 및 투기 목적의 투자자는 제외).

3) 3기: 채권통 시행

마지막으로, 2017년 5월 16일 중국 정부는 본토의 은행간 채권시장과 홍콩 거래소 채권시장을 연결하는 채권통 정책(Mainland-Hong Kong Bond Market Connect)을 승인했고, 채권통은 7월 3일부터 시행되었다. 채권통은 기존의 투자 방식을 대체적으로 적용하지만, 가장 큰 장점은 접근의 편의성과 절차의 간소화이다.

표 1. 채권통의 기본 내용 및 기존 투자 방식과의 비교

분류	채권통	기존 접근 방식
투자자	기존과 동일	QFII, RQFII, 해외중앙은행과 통화당국, 국부펀드, 해외금융기관, 해외 합법적으로 설립된 각종 금융기관 해당기관에서 발행된 투자 상품, 양로펀드 자선펀드, 기부펀드 등 인민은행이 허가하는 기타 중장기 기관투자자 등
등록 절차	외환거래센터를 통해 인민은행에 서류제출 후 3일내 승인	인민은행에 사전등록 및 등록절차 요구, 3~4주 소요
투자대상	1. 발행시장에 투자 가능 2. 은행간시장에서 거래되는 모든 현물 위안화 채권(국채, 지방정부채, 정책성은행채권, 금융채권, 회사채 등)	1. 은행간시장에서 거래되는 모든 현물 위안화 채권(국채, 지방정부채, 정책성은행채권, 금융채권, 회사채 등) 2. 환매, 대차거래, 선물, 금리스와프, 선물금리계약
투자한도	-투자한도에 대한 정확한 명시가 없음 -현재까지 투자 한도가 없는 것으로 간주함	-투자자는 등록(신청)시 투자예상 금액을 제출 -투자예상 금액 새로이 신청: 등록 후 9개월 내에 계좌에 유입된 자금이 제출된 투자예상금액의 50%에 미달 시
투자 통화	-위안화: 외화는 환전, 위안화 환전업무의 관리 범주에 포함 -환전된 외화는 채권통 투자에만 이용; 외환 관리 엄격해 짐	-위안화 혹은 외화 -자금을 회수 시 위안화와 외화의 비율이 납입시의 비중과 비슷해야 함(10% 변동성 허용)
거래 방식	-시장조성자 제도 -채권통 투자자는 시장조성자에게 매매 수량을 제시하면 시장조성자는 가격을 제시하여 채권통투자자가 여러 시장조성자들 중에서 선택하는 방식	결제대리 은행을 통해 단일호가 방식으로 거래
결산위탁	-홍콩 CMU에서 채권통 계좌 개설, CMU를 통해 본토시장과 연결 -홍콩 CMU는 대리인 자격으로 본토 채권시장에 참여	-결제대리인과 대리인 계약체결 -국제결산업무가 가능한 은행간 결산 대리인이 위탁과 결산 대행
외환해지	-역내 외환파생상품 시장에서 거래 불가; -역외에서 했지로 비용 높음	역내 외환파생상품 시장에서 헷지 가능
lock-up 기간	무	3개월(개방성 펀드 제외)

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 중국 채권금리와 외국인 채권투자 관련 제도 변화



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

채권통 세부 내용

채권통(債券通)은 인민은행과 홍콩금융관리국은 공동성명을 통해 홍콩-본토 채권시장의 교차거래 허용하면서 7월 3일부터 시행되었다.

채권통은 현재 단방향 투자만 가능하다. 즉, 홍콩 거래소를 통한 중국 본토 채권 매입(Northbond Trading)만이 가능하고, 그 반대의 경우인 홍콩 채권시장에 대한 접근(Southbound Trading)은 좀더 시간이 걸릴 예정이다. 기존의 제도(QFII/RQFII, CIBM Scheme)와 비교했을 때, 채권통은 투자 접근성이라는 관점에서 좀더 우위에 있다고 볼 수 있다. 이는 다음 몇 가지 변화에서 잘 드러난다.

1) 투자 쿼터/투자채권 변화: 채권통은 투자 쿼터가 없다. 물론, 이전 제도(CIBM Scheme)에서도 마찬가지였지만, CIBM Scheme에서는 외국인 투자자들이 인민은행에 그들의 투자 계획을 제출해야 했고, 향후 투자 한도를 좀더 늘리려면 투자 계획을 다시 제출해야 하는 다소 불편한 점이 존재했다.

채권통은 본토의 주관사를 통해 발행시장 입찰에 참여할 수 있다. 거래시장에는 기존의 CIBM Scheme에서 투자했던 위안화 현물 채권에 투자 가능하다. 향후 환매, 환매, 대차거래, 선물, 금리스와프, 선물금리계약으로 투자 대상이 확대될 예정이다.

2) 등록 절차 변화: 기존의 CIBM Scheme에서부터 인민은행에 대한 사전 승인(Pre-approval) 절차가 등록제로 바뀌면서 절차가 비교적 간편해졌지만, 그럼에도 불구하고, 인민은행에 등록 후 은행간 채권시장 거래가 가능해질 때까지는 대략 3~4주라는 적지 않은 시간이 소요되었다. 그러나, 채권통 투자자는 채권통회사(중국외환거래센터와 홍콩거래소가 공동 설립)를 통해 신청하면, 채권통회사가 외환관리센터에 전달, 외환관리센터가 인민은행에 자격 신청을 한다. 인민은행에 관련 서류를 제출한 후 3일 이내 절차가 완료될 수 있다.

외환관리센터 외에도 은행간채권시장결제대리인, 인민은행이 인가한 역내 채권위탁기관과 기타 기관을 통해 인민은행에 등록신청이 가능하다.

3) 거래/결제 시스템 변화: 수탁은행을 통해서 채권 주문을 넣어야 했던 기존과는 다르게, 채권통은 Trade Web이나 Bloomberg 등을 통한 전자결제시스템을 지원한다. 투자자가 전자결제시스템을 통해 채권 매입 수량을 제시하면(Request for Quotation) 시장 조성자(Market Maker)가 채권 매입 조건을 제시하게 되고, 투자자가 이를 최종적으로 승인하는 방식이다.

채권통 투자자는 여러 시장조성자들에게 매입수량을 제시할 수 있고, 한정된 시간내에서 원하는 시장 조성자와 거래할 수 있다. 현재 채권통 거래에 참여할 수 있는 매매 호가를 제시할 수 있는 시장 조성

자는 모두 20개 기관이다. 채권통 투자자와 시장조성자 사이에 거래가 성립되면 외환거래센터에서 거래가 진행이 된다. 채권통은 증권대금 동시결제(DVP)를 적용한다.

4) 위탁 시스템 변화: 기존 CIBM Scheme에서는 본토의 위탁/청산 대행사에 의지했다면 채권통은 홍콩금융관리국(CMU)에 채권계좌를 개설하면 CMU를 통해 본토 채권시장과 연결될 수 있다. CMU는 중국국채등기결산공사(CCDC)와 상하이청산소에 각각 대리인계좌(Nominee Account)를 개설한다. 채권통 투자자가 매입한 채권은 CMU가 중국국채등기결산공사(CCDC)와 상하이청산소에 개설한 대리인계좌에서 관리된다.

현재 중국의 국채, 정책성은행채권, 지방정부채권, 기업채(국유기업), 상업은행 채권은 중국국채등기결산공사(CCDC)에; 단기채, Medium-term Notes, PPN, CD등은 상하이청산소에서 구분하여 위탁된다. CMU가 두 기관에 각각 대리인 계좌를 개설해야 하는 이유이다.

5) 환전 시스템 변화: 채권통 투자자는 자체보유한 위안화 혹은 외화를 통해 본토 채권시장에 투자할 수 있다. 외화는 홍콩결산은행에서 환전(CNH환율 적용) 한후 투자가 가능하다. 환전한 위안화가 채권통으로의 투자를 보장하기 위해 홍콩결산은행에서 특별계좌를 개설해야 한다. 홍콩결산은행은 환전 전에 채권통 투자 여부에 대한 심의를 실시한다. 채권 매도 후 유입된 위안화는 채투자 금액을 제외하고 홍콩결산은행을 통해 다시 외화로 환전되어야 한다. 홍콩결산은행이 채권통을 통해 발생한 외환(혹은 위안화)는 본토의 외환시장에 거래 가능하다.

기존 CIBM Scheme는 역내의 외환과생상품을 통해 환해지가 가능하지만, 채권통 투자자에게 해당 시장은 개방되지 않았다. 채권통 투자자는 역외에서 환해지를 진행해야 하는데 역내 보다 비용이 높은 단점이 있다.

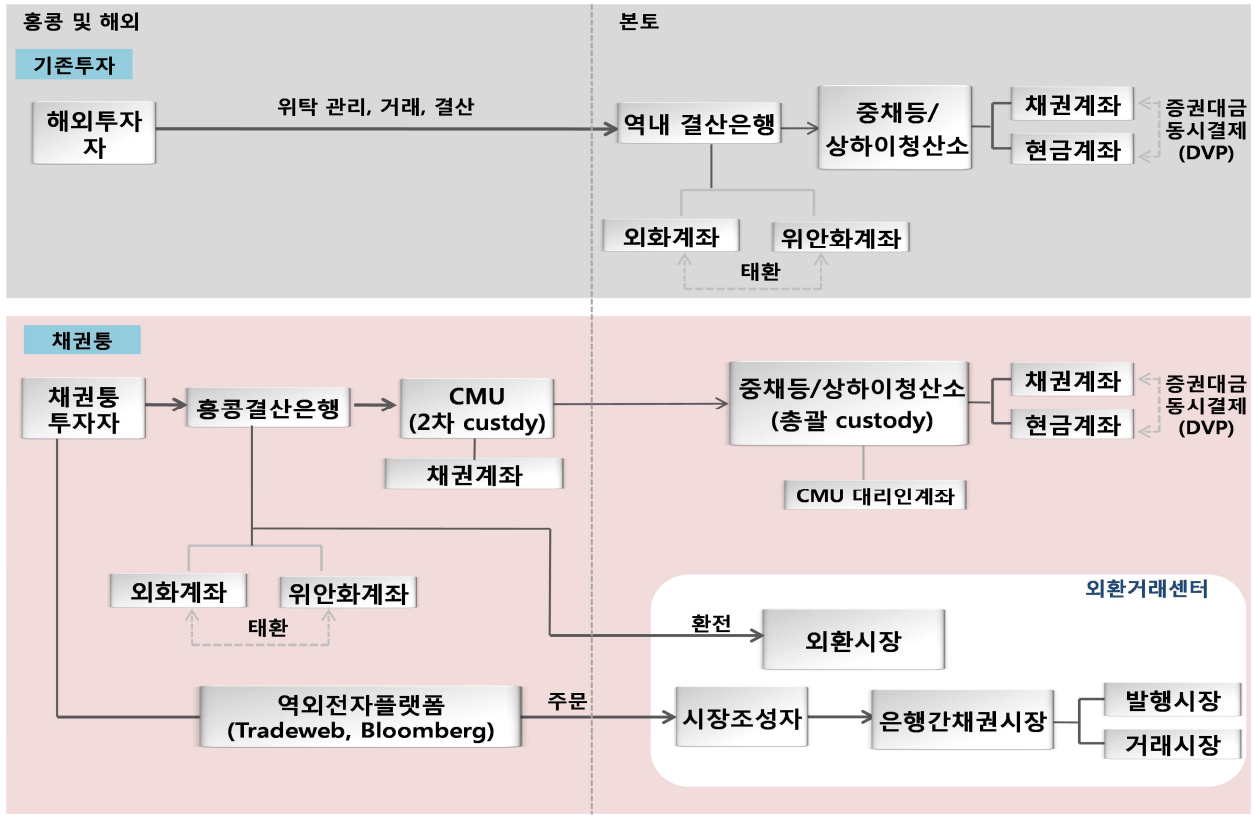
6) 세금 적용 : 현재 채권통 과세 표준이 정식으로 발표되지 않았다. 하지만 CIBM Scheme의 과세 기준을 참조할 수 있다. 중국 정부는 해외투자자의 역내 투자에 대한 세제 혜택을 제공한다. 국채와 지방정부채권의 매매차익과 이자소득에 대해 세금 면제이다. 기타 채권에 대해서는 세금 혜택을 다양하게 적용한다.

그림 2. 채권통 투자자는 기존 투자자 대비 등록 절차가 간소화



자료: 채권통회사, 홍콩거래소, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 채권통으로 해외투자자 중국 본토 채권 거래 편이성 제고



자료: 채권통회사, 홍콩거래소, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 기존 해외투자자의 세금 적용 기준

투자채권	증치세		기업소득세	
	이자소득	매매차익	이자소득	매매차익
국채	면제	면제	면제	면제
지방정부채	면제	면제	면제	면제
정책성금융채	면제	면제	10%	면제
철도채	6%	면제	5%	면제
중앙은행 어음	면제	면제	10%	면제
상업은행채권	면제	면제	10%	면제
기타채권	6%	면제	10%	면제

자료: 국세청, 미래에셋대우 리서치센터

채권통 영향: 1) 중국 채권시장 영향력 확대

중국 로컬 채권시장의 대부분(약 94%)을 차지하고 있는 은행간 채권시장 내에서 외국인 투자자들의 채권 보유 비중은 6월 말 현재 약 2%정도에 불과하다. 해외투자자들의 국채보유 비중도 현재 4.0%로 글로벌 기타 국가에 비해 현저히 낮은 수준이다. 중국 채권시장 규모는 세계 3위 수준이지만 중국 채권시장과 글로벌 채권시장과의 상관성은 그리 높지 않은 편인데, 이러한 중국 로컬 채권시장의 비개방성이 일부 영향을 미쳤을 듯하다.

그러나, 채권통 이후 은행간 채권시장으로 글로벌 채권 자금이 지속적으로 유입될 경우, 글로벌 채권시장과 중국 채권시장과의 상관성, 즉, 글로벌 채권시장에 대한 중국 채권시장의 영향력은 중기적으로 높아지는 방향이 될 것이다. 글로벌 채권 자금의 중국 채권시장 유입 가능성은 두 가지 측면에서 살펴볼 수 있다.

1) 중기적인 패시브 자금의 유입

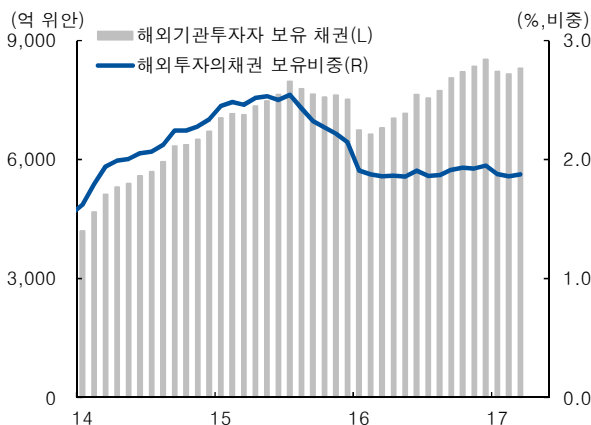
글로벌 3대 채권지수는 Citi 지수, Bloomberg-Barclays 지수, JP모건 지수 등을 꼽을 수 있는데, 이들은 중국 로컬 채권시장을 그들의 주요 채권지수에 중기적으로 포함시키려는 움직임을 보이고 있다.

Citi는 올해 3월 EMGBI(Emerging Markets Government Bond Index), AGBI(Asian Government Bond Index), APGBI(Asia Pacific Governemnt Bond Index) 등과 같은 채권 지수들에 중국 로컬 채권시장 편입을 발표했다(2018년 2월부터 적용). Bloomberg Barclays는 ‘Global Aggregate + China Index’와 ‘Emerging Market Local Currency Government + China Index’ 등과 같은 지수를 새롭게 만들면서 중국 로컬 채권시장을 포함시켰다. Bloomberg Barclays는 매년 10월 연례회의를 통해 지수의 비중을 조정하고, 채권통의 편입으로 편입가능성이 기존에 비해 높아졌다. JP Morgan 역시 중국 로컬 채권의 지수 편입을 검토하고 있는 것으로 알려져 있다.

물론, 3대 메이저 채권지수(Citi: WGBI, Bloomberg Barclays: Global Aggregate Index, JP Morgan: GBI-EM Giboal Diversified)에는 아직까지 중국 로컬 채권시장이 포함되지 않고 있기 때문에, 단기적인 패시브 자금의 유입 영향력은 제한적일 것으로 예상된다.

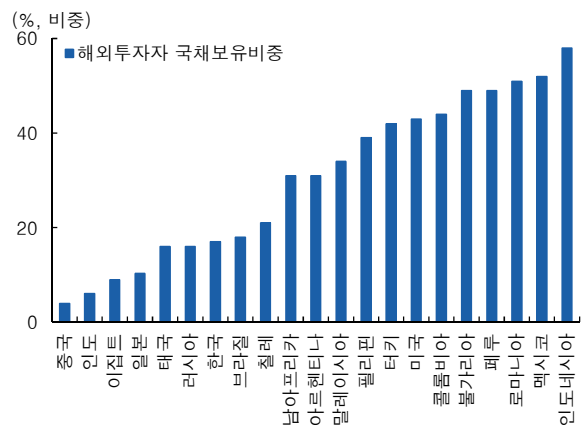
그러나, 중국 경제의 위상과 채권시장 규모, 그리고 자본시장 개방 트렌드 등을 고려할 때, 결국 중국 로컬 채권시장이 점진적인 단계를 거쳐 3대 메이저 채권지수에 편입될 가능성에 무게를 두는 것이 보다 합리적일 듯 하다. 그리고 이러한 트렌드는 향후 중국 채권시장과 글로벌 채권시장의 디커플링을 줄이는 방향으로 작동할 것이다.

그림 4. 해외투자자들의 채권보유 비중은 2.0%에 불과



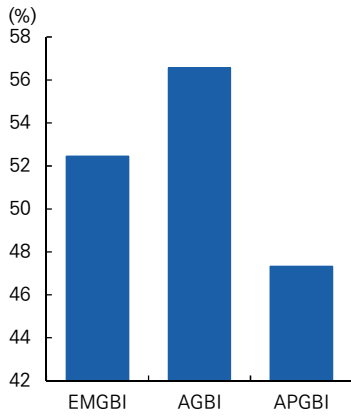
자료: WIND, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 해외투자자들의 국채보유비중은 글로벌 대비 현저히 낮음



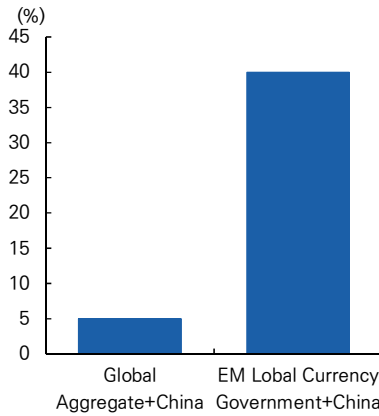
자료: WIND, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 중국 편입지수 비중: Citi



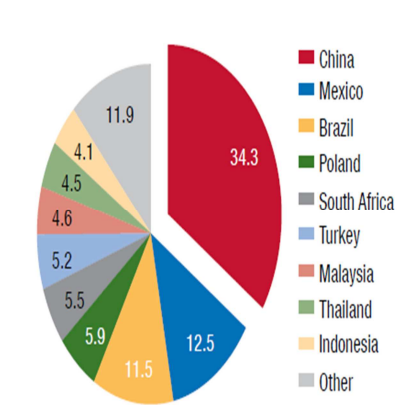
자료: Citi, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 중국 편입지수 비중: Barclays



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 중국 편입지수 비중: JP Morgan



주: EMBI 지수에 편입 가정시 추정 비중
자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

2) 채권신용등급에 대한 평가시스템 개선

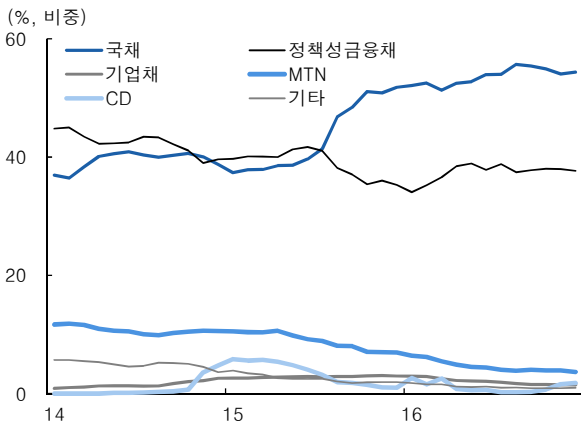
중국이 채권통을 실행하는 또다른 이유는 채권시장의 시스템 개선과 글로벌 기준으로의 수렴이다.

크레딧 채권시장까지 글로벌 자금은 중국 채권시장에 국채, 지방채 등을 주로 매입하였다. 채권시장의 위탁잔액 기준으로 해외투자자가 편입한 국채 비중은 54%, 정부채권은 38%로 두 가지 채권의 비중이 90%를 상회한다. 추이를 살펴보면 2016년 이후 해외투자자는 국채에 대한 매입비중을 꾸준히 늘리고 정부채권에 대한 포지션을 축소하였다.

외국인 자금의 국채 매입은 중국의 채권신용등급 평가시스템의 개선을 촉진할 것이다. 외국인 투자자가 국채를 선호하는 이유는 첫째, 현재까지 중국 채권시장의 주요 투자자는 해외의 중앙은행이나 국부펀드 혹은 기관투자자였다. 해당투자자들의 장기투자 선호하고 리스크 선호도도 상대적으로 낮다. 둘째, 국내의 평가시스템이 미성숙한 탓에 신용채보다는 국채에 상대적으로 투자가 집중되었다.

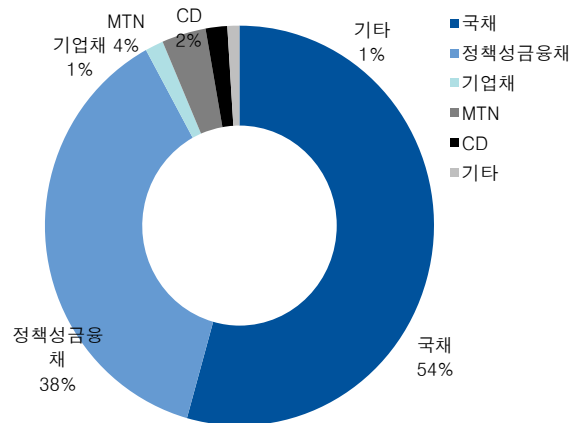
채권통 실행 초기 여전히 국채에 대한 수요가 높을 것으로 예상된다. 신용채는 등급이 높은 채권이나, 해외 채권발행 경험이 있거나 국제신용등급을 보유한 채권으로 선택할 가능성이 높다. 향후 외국인 투자 접근성을 제고하기 위해 중국 정부는 신용채를 비롯한 채권에 대한 신용 평가시스템을 강화할 것으로 예상된다.

그림 9. 2016년 이후 해외투자자들은 국채에 대한 매입비중 확대



자료: WIND, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 해외투자자 종류별 채권보유 비중(2017년 5월 기준)



자료: WIND, 미래에셋대우 리서치센터

3) 중국 로컬 채권시장의 양적 팽창

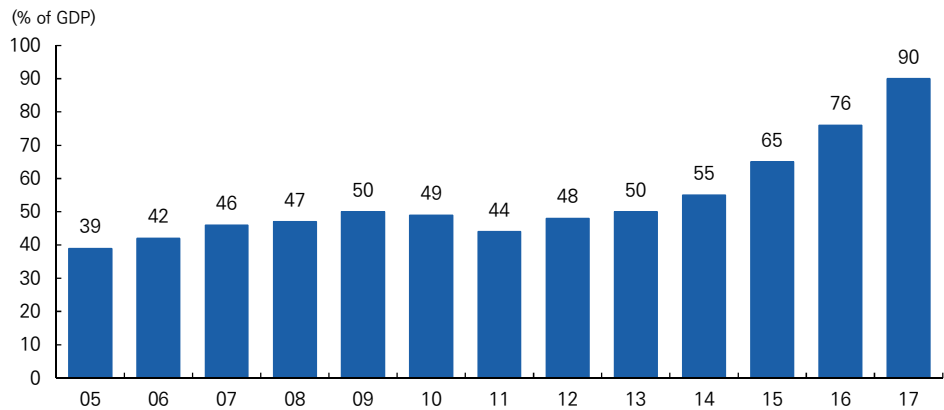
크레딧 채권시장까지 포함한 중국 채권시장의 비중은 GDP 대비 약 90% 수준이다. 절대적인 규모 측면에서는 중국 채권시장은 미국, 일본에 이은 세계 3위 수준이지만(약 10조 달러), 경제규모 대비해서는 아직 여타 주요국 대비 채권시장 발달 속도가 더딘 편이다.

따라서, 채권통 이후 은행간 채권시장 내 외국인 투자 비중이 늘어나게 되고, 중국 로컬 채권에 대한 수요가 증기적으로 함께 늘어나게 될 경우, 채권 공급도 결국 수요를 따라가게 되면서 중국 채권시장의 양적인 팽창이 수반될 것으로 전망된다.

실제로, 은행간 채권시장 개방이 실질적으로 시작된 2015년 이후 중국 채권시장 내 외국인 보유 비중이 빠르게 증가하기 시작했고, 동기간 GDP 대비 채권시장 비중 증가 속도도 좀더 가팔라졌다(그림 11 참조). 채권통도 이와 비슷한 효과를 기대해 볼 법하며, 그 과정에서 GDP 대비 중국 채권시장 비중도 점진적으로 글로벌 평균(중국, 룩셈부르크를 제외한 채권시장 규모 상위 20개국 평균: GDP 대비 137%)과의 갭을 좁혀 나가게 될 수 있을 것이다.

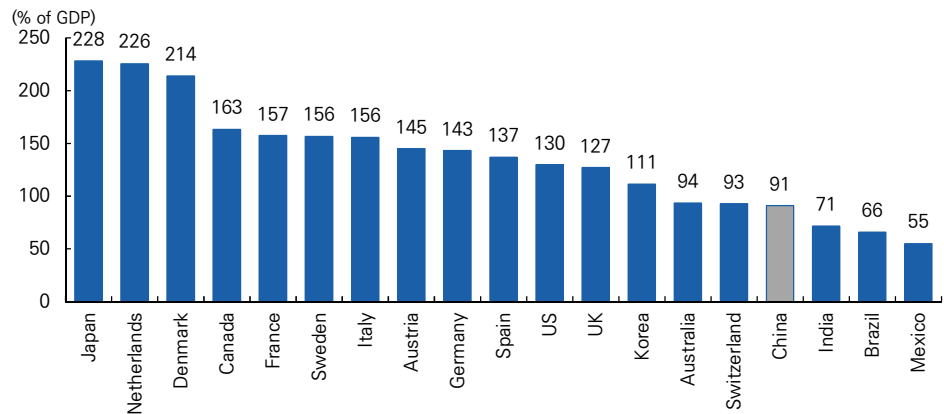
중국 채권시장 개방, 그리고 이로 인한 채권시장 양적 팽창이 동반된다면, 중국 채권시장의 글로벌 영향력이 보다 높아질 수 있고, 중국 국채금리도 최소한 아시아 지역 내에서는 벤치마크 금리의 역할을 하게 될 가능성이 높다.

그림 11. 중국 GDP 대비 채권시장 비중 추이: 채권시장 개방이 본격적으로 진행된 2015년 이후 상승 속도 확대



주: 2017년은 7월 현재 기준
자료: IMF, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 주요국 GDP 대비 채권시장 비중



주: 채권시장 규모는 크레딧 채권시장까지 포함한 수치임
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

채권통 영향: 2) 위안화 안정성과 국제화

중국 정부는 장기적으로 위안화 국제화를 꾸준히 추진해왔다. 글로벌에서의 위안화의 영향을 확대하려는 목적이다. 위안화 국제화를 위해서는 화폐가치의 안정성과 투자통화로의 부상이 필요하다.

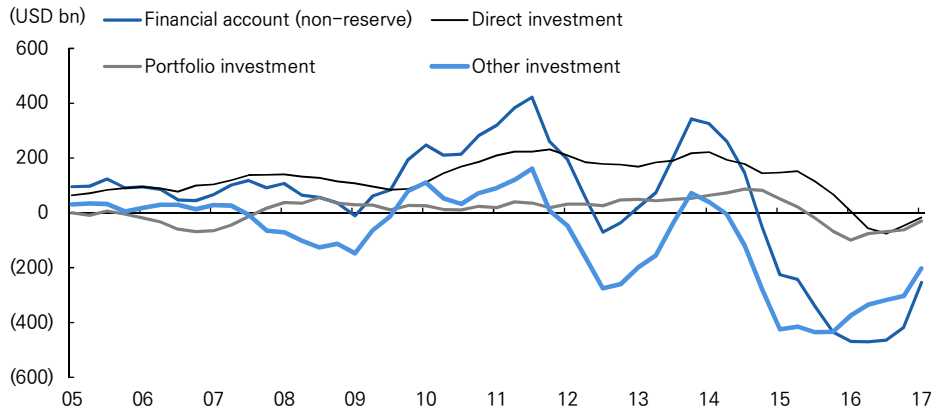
1) 위안화 가치 안정성 개선

채권통을 통한 글로벌 자금 유입은 위안화 안정성 확보에도 긍정적이다. 올해 6월 A지수의 MSCI EM 지수 편입, 7월 채권통 시행 등과 함께 중기적으로 글로벌 자금이 중국 자본시장 유입이 진행된다면, 포트폴리오 수지 개선 등을 통해 직접적으로 위안화 가치 안정성에 영향을 미칠 수 있다.

물론, 포트폴리오 수지 개선 가능성 만으로 가치 안정성이 담보되지는 않는다. 그러나 적어도 이는 금융시장의 위안화 절하 기대를 줄이는 요인이 될 수 있는데, 환율 기대는 기타투자수지 경로를 통해 가치에 상당한 영향을 미칠 수 있다는 점에서 중요하다. 기타투자수지는 무역신용, 현금 및 예금, 대출/차입 등 주로 기업들의 외화 수요와 연계되어 있고, 절대 금액 측면에서 중국 금융계정(non-reserve)의 Main Driver라고 할 수 있다. 실제로, 기타투자수지 흐름과 금융시장의 위안화 환율 기대를 반영한 역외 위안화 환율 프리미엄(역내 위안화 환율 대비)은 경험적인 관련성을 보여주고 있다.

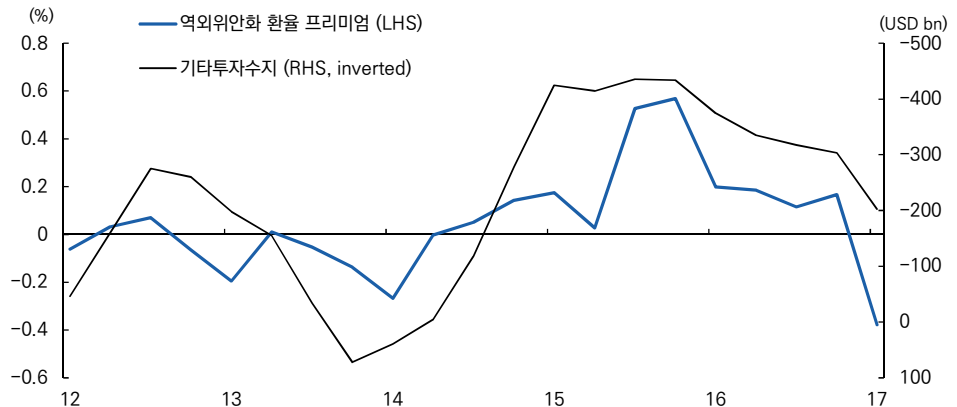
중국의 자본시장 개방 흐름이 금융시장의 위안화 절하 기대감을 낮추는 방향으로 작동할 경우, 금융계정에서 가장 큰 비중을 차지하는 기타투자수지 흐름을 변화시키면서 위안화 가치에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다.

그림 13. 중국 금융계정(non-reserve) 흐름의 Main Driver는 기타투자수지



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 역외 위안화 환율 프리미엄과 기타투자수지 흐름 비교



자료: CEIC, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

2) 위안화 투자 통화로서의 전환

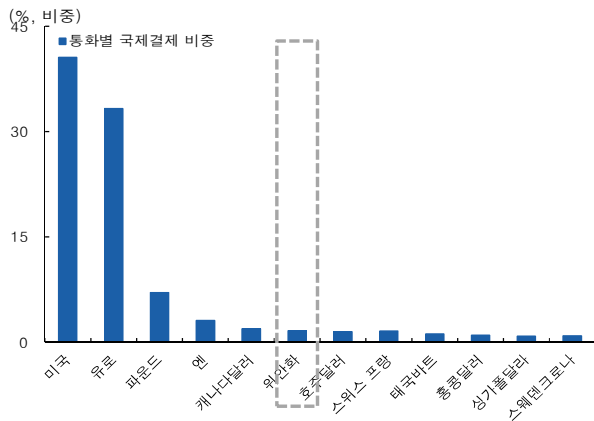
위안화가 국제화 되려면 투자통화로서의 비중이 높아져야 한다. 대체적으로 한 통화가 국제화 혹은 기축통화가 되는 과정은 결제통화에서 투자통화로의 전환이다. 하지만 현재 위안화는 결제통화로서의 글로벌 지위도 미미하다. 2017년 5월말 국제 결제에서 위안화 비중은 1.61%로 전세계 주요 통화 중 6위이다. 이는 중국의 글로벌에서의 경제, 무역규모에 비하면 현저히 낮은 수준이다.

투자통화로서의 비중도 낮다. IMF에 따르면, 2016년 말 글로벌 전체 외환보유고 중 위안화자산이 차지하는 비중은 0.78%이다. 엔, 파운드의 3.0% 비중에도 훨씬 못미치는 수준이다. 위안화가 결제 뿐만 아니라 투자통화로서의 위치도 보여준다.

중국 정부는 채권통은 시장을 개방함으로써 해외기관이 위안화 채권에 대한 투자 비중을 높이려고 한다. 비슷한 사례로 먼저 개방한 후강통/선강통은 그 효과가 긍정적이다. 2014년 말 후강통/선강통 첫 시행이후 현재 외국인 A주의 투자비중은 전체 시총의 0.44%이다. 같은 기간 기관투자자들의 투자비중은 변화가 없었다. 본토시장에 대한 접근성이 용이해 지면서 후강통/선강통을 통한 외국인 자금의 유입이 확대되었음을 의미한다(그림18 참조).

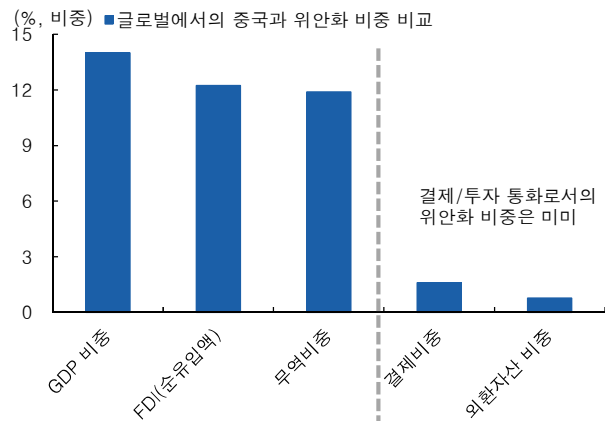
채권통도 같은 목적이다. 등록, 결제, 위탁, 매매 등 절차를 간소화함으로써 해외기관투자자들이 위안화 채권에 투자확대를 기대하고 있다. 장기적으로 채권시장 발전뿐만 아니라 위안화가 투자통화로서의 위상을 높여 위안화 국제화를 추진하려고 하는 것이다.

그림 15. 결제통화로서의 위안화: 글로벌 결제 비중은 1.6%



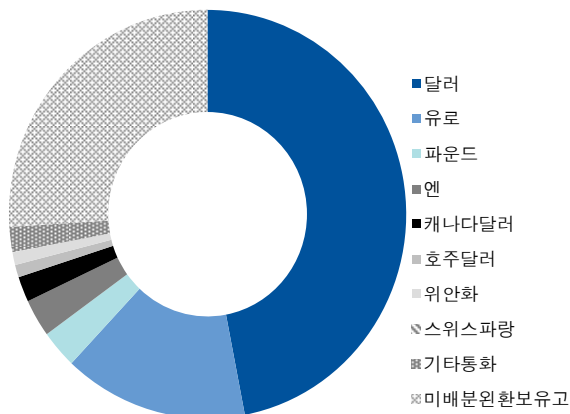
자료: WIND, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 결제/투자 통화로서의 위안화: 경제/무역 비중 대비 낮은 수준



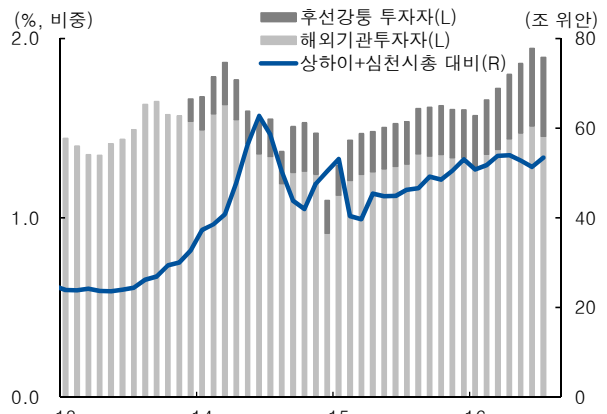
자료: WIND, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 글로벌 외환보유고 중 위안화 비중은 0.78%에 불과



자료: WIND, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 채권통으로 외국인 자금유입 기대: 주식시장 개방 사례



자료: WIND, 미래에셋대우 리서치센터

중국 로컬 채권 투자 전략

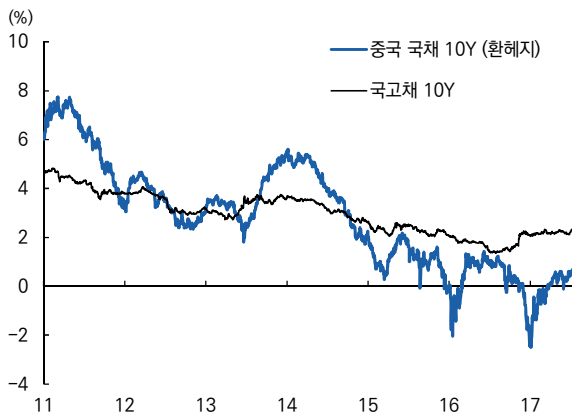
1) 중국 로컬 채권에 대한 환헤지 전략은?

중국 은행간 채권시장에 대한 접근성이 높아지면서, 향후 국내의 해외 채권 투자자들에게도 기회 요인이 될 수 있을 것이다. 다만, 중국 로컬 국채를 환헤지해서 투자하게 될 경우, 원화 채권 수익률에도 크게 못 미치는 성과를 얻게 될 가능성이 높다(달러 조달 후 위안화 채권 매입 가정). 이는 국내 통화스왑 시장에서 달러 조달 환경이 비우호적으로 변한 탓도 있지만, 그 보다는 위안화(달러 대비) 스왑 레이트가 2%를 훌쩍 넘고 있기 때문이다. 만약 환헤지 투자를 가정할 경우, 위안화 표시 국채 10년 YTM은 1%에도 크게 못 미칠 것으로 추정된다.

PBOC의 통화정책이 과거대비 매파적으로 변한 상황에서 중-미 금리차가 추세적으로 크게 좁혀질 것이라고 보기는 어렵기 때문에, 적어도 펀더멘털 관점에서 본다면, 향후 위안화 스왑 레이트가 쉽게 줄어들지는 못할 듯 하다. 따라서, 당분간 국내 채권 투자자들의 입장에서는 환헤지된 위안화 표시 채권의 매력은 크지 않을 것이며, 환헤지 없이 위안화 표시 채권에 투자하는 것이 보다 합리적이다.

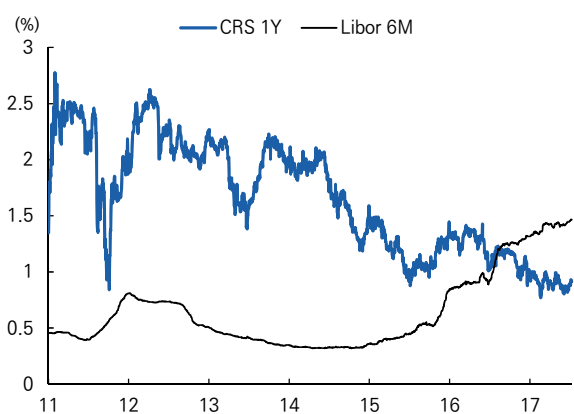
이는 결국 위안화 가치 안정성 확보 여부가 중국 로컬 채권 투자의 핵심 팩터가 된다는 의미이며, 중국의 자본시장 개방 흐름이 중기적으로 위안화 가치 안정성에 영향을 줄 수 있다는 점을 고려해야 한다. 또한, 절대금리 매력이라는 측면에서 중국 로컬 국채 금리는 여타 주요국들과 비교했을 때, 신용등급 대비 매력적인 수준으로 판단되기 때문에 캐리 매력이라는 관점에서 접근할 수도 있다.

그림 19. 원화 채권(국고채 10년) vs. 환헤지 중국 국채 10년 금리



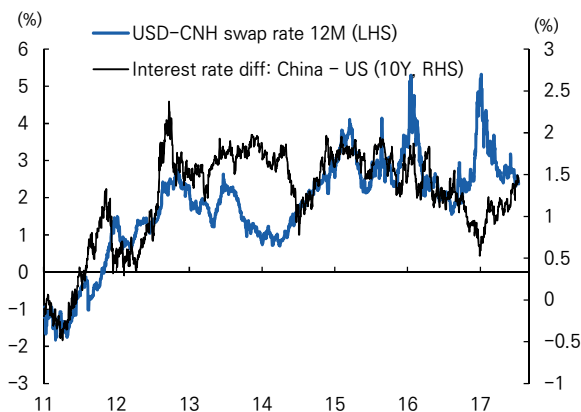
주: 환헤지금리 = 중국 로컬 금리 + 달러 조달(CRS-Libor) - 위안화 스왑 레이트
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 국내 달러 조달 환경 악화



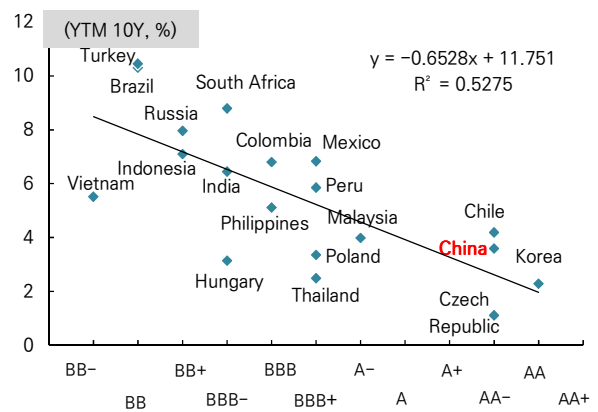
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 중-미 금리차 vs. 달러 대비 위안화 스왑 레이트(12M)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 주요 신흥국들의 신용등급 대비 국채 금리 레벨 비교



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

2) 중장기 전략: 크레딧 채권에 대한 관심 제고

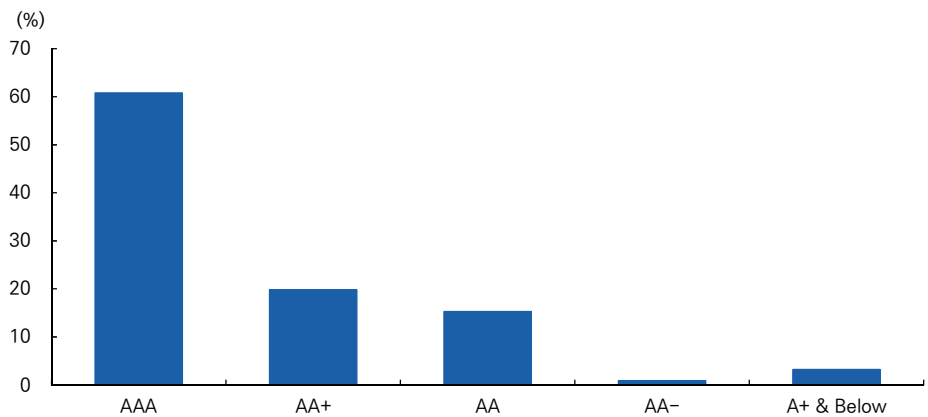
중장기적으로는 중국 크레딧 채권에도 관심을 가져볼 만 하다. 중국 회사채 AAA등급의 금리는 4.5% 수준이고, AA 등급 채권 금리는 4.9% 수준으로, 상당한 캐리 수익률 기대해 볼 수 있기 때문이다(3년물 채권 기준). 또한, 중국 기업이익도 개선 흐름을 보이고 있기 때문에, 향후 중국 크레딧 채권의 신용위험이 크게 확대될 가능성도 높아 보이지 않는다.

다만, 중국 크레딧 채권에 대한 직접적인 투자 집행은 보다 중장기적인 관점에서 접근해야 할 것이다. 가장 큰 이유는 중국 기업들에 대한 중국 신평가사의 신용평가 신뢰성이 아직까지 그리 높아 보이지 않기 때문이다. 실제로, 중국 신평가사들이 평가하고 있는 중국 로컬 채권들의 90% 이상이 AA등급 이상의 채권인 것으로 알려져 있다.

즉, 글로벌 신평가사의 신용평가 기준과 중국 신평가사의 신용평가 기준 간의 간격이 좁혀질 필요가 있다. 향후 중국 기업들의 신용등급 신뢰도가 확보될 때까지는 꽤 시간이 소요될 수 있으며, 신뢰도가 확보된 이후에야 중국 크레딧 채권시장에 대한 외국인 투자자들의 선호도가 점차 확산되기 시작될 수 있을 듯 하다.

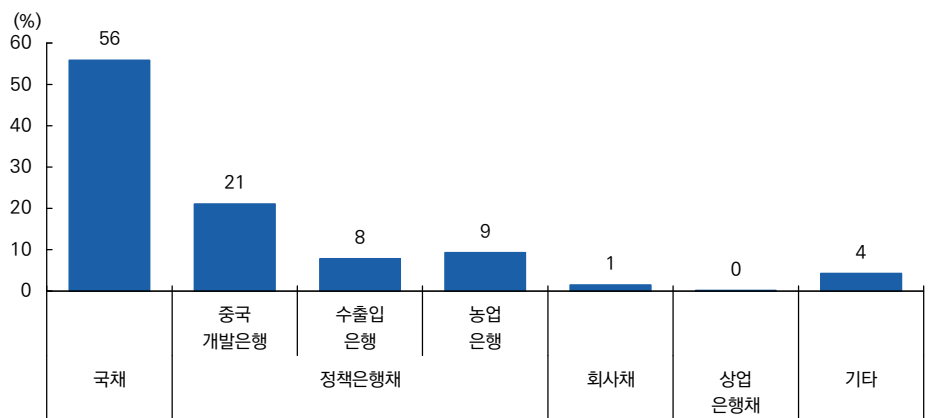
따라서, 그 전까지는, 중국 국공채에 대한 투자 혹은 신용등급 신뢰도가 확보될 수 있는 일부 대형 기업 회사채들에 대한 투자 정도만이 유효할 것이다.

그림 23. 중국 채권 신용등급 분포: 90% 이상이 AA 등급 이상



자료: WIND, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 외국인 투자자들의 중국 채권 투자 비중 분포: 주로 국공채 등에 투자하는 경향



자료: China Bond, 미래에셋대우 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.