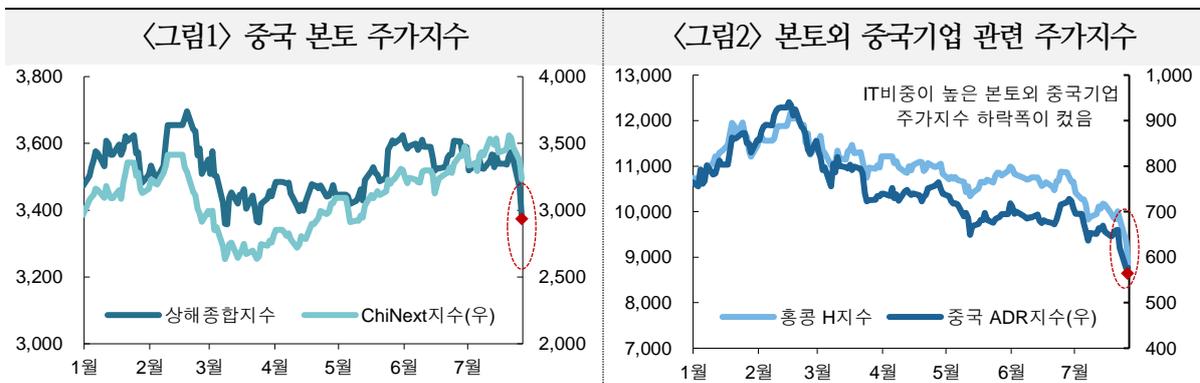


## 최근 중국·홍콩 증시 급락 배경 및 평가

이은재 | 부전문위원(3705-6226)

- [현황] 금주 중국 당국의 기업 규제 강화로 중국기업 관련 주가지수가 급락세를 시현
  - 7.26~27일 양일간 중국 상해종합지수 -4.8%, 홍콩 항셱지수 -8.2%, 미국 상장 중국 ADR 지수 -10.6% 등 중국 기업 관련 주가가 급락
    - 홍콩 항셱지수 및 미상장 중국기업 ADR 지수의 양일 급락폭은 '08년말 이래 최대
    - 중국 주가지수 가운데 IT업종 비중이 높은 ChiNext 지수 낙폭(양일간 -6.8%)이 컸으며, 홍콩 증시에서도 항셱테크(-14%) 및 중국기업 지수 H지수(-9.8%)의 급락이 두드러짐
  - 동기간 위안화 환율(+0.33%) 및 CDS 프리미엄(+3bp)도 상승하는 등 중국 금융시장의 변동성이 전반적으로 확대되는 모습
    - 외국인은 선후강통을 통해 26일과 27일 각각 19.7억달러, 6.4억달러를 순매도
- [배경] 최근 중국 당국이 IT, 사교육 등 자국 기업에 대한 고강도 규제를 연이어 발표하면서 증시 투자자들의 위험회피 심리를 자극. ▲예상보다 높은 규제 강도 ▲향후 추가 규제 도입 가능성 등 정책 불확실성이 전방위적인 매도세를 촉발
  - 규제 업종의 확대 : 중국 당국이 올들어 알리바바, 디디추싱 등 IT 플랫폼 업체 규제를 강화해온데 이어 지난 주말에는 사교육 업체에 대한 강력한 규제를 발표
    - 24일 교육부는 사교육비 부담을 저출산 원인으로 지목하고 ▲사교육 업체 영리추구 금지 ▲사교육 업체 신규 설립 중단 ▲사교육 업체 상장 및 주식발행 등을 통한 자본조달 금지 등의 규제를 발표



자료: Bloomberg

자료: Bloomberg

- 26일에는 시장관리총국, 상무부, 공안부 등이 배달원의 권리 보호(노동임금 보장, 노조 설립 등)를 위한 가이드라인을 발표하면서 온라인 플랫폼 업체의 책임을 명시
- 이후 규제 대상으로 지목된 기업들은 벤치마크 지수 대비 큰 폭 하락(중국 사교육 업체주가 23~26일간 -70~80%, 음식배달 플랫폼 업체 주가 -30% 이상)

<표> 7월 중국 당국의 자국기업 규제 발표

일자	내용
4일	사이버안보감독기구(CAC), 디디추싱(DIDI.US)에 대해 개인정보 불법 수집 혐의로 모든 앱스토어에서 동사 앱을 삭제할 것을 명령
6일	국무원, 미국 등 해외시장에 상장된 중국기업(ADR)에 대한 감독 개선을 발표
23일	주택건설부, 부동산 시장 질서 확립을 위해 업계 감독을 강화하겠다고 발표
24일	시장관리총국, 텐센트에 반독점법 위반을 근거로 온라인 음악 독점 판권 포기를 명령 교육부, 사교육 업체를 대상으로 고강도 규제 발표
26일	시장관리총국/상무부 등, 배달원 권리 보호를 위한 가이드라인 발표

자료: 언론보도

- **추가 규제 불확실성** : 중국 당국의 규제 의도 및 방향성을 명확히 파악하기 어려우며 향후 추가적인 제재가 도입될 가능성이 크다는 점이 투자 심리를 훼손
  - 중국 정부의 빅테크 등 기업 규제 강화가 새로운 이슈는 아니지만, 고강도 규제를 빠르게 도입함에 따라 투자자들은 익스포저를 축소할 수밖에 없는 상황
- **[평가] 중국 정부는 미국과의 갈등 구도가 계속되는 가운데 대형기업 규제를 통해 민간부문 통제력을 강화하고, 사회주의 체제 안정성을 확보하려는 목적이 크다는 판단. 금번 규제 이슈가 중국 경제 펀더멘털과는 관련성이 낮으나, 향후 추가적인 규제 도입 가능성이 높아 중국기업 관련 증시 불안은 지속될 소지**
  - **(정책 의도)** 대형 민간기업의 영업활동이 중국식 사회주의 체제의 안정성을 저해한다고 판단하여 민간부문에 대한 통제력을 강화하려는 움직임이라는 해석이 우세
    - 중국 민간기업, 특히 전자상거래, 핀테크, 공유경제 플랫폼 등 신경제(new economy) 부분의 비약적 성장과 중국 사회에 미치는 막대한 영향력에 비해 관련 규제는 미비했다는 판단
      - 정부는 대형 플랫폼 업체들의 광범위한 네트워크 효과와 더불어 이들의 미국 거래소 상장을 통한 본토 정보 유출 가능성에도 민감한 반응을 보여왔음
    - 최근 규제 타겟이 된 사교육 부문은 높은 교육비 부담이 계층간 불평등을 심화한다는 비판이 비등했었고, 음식배달 부문은 배달인력의 열악한 후생으로 사회적 공분을 야기한 바 있음. 텐센트, 알리바바 등 빅테크 기업들의 독점적 지위도 당국의 경계감을 자극

- **(향후 전망)** 중국 정부가 사회 책임 및 공동 번영의 가치를 내세우면서 민간부문 규제 강화 움직임이 다른 섹터로 확산될 것이라는 시각이 중론이나, 현재로서는 규제 대상 및 수준을 예상하기 어렵다는 의견이 다수
  - 일부에서는 빅데이터를 취급하는 해외 상장기업에 대한 정보보안 규제, 사회적 평등을 저해하는 기업에 대한 규제 등이 강화될 것이라고 전망
  - 향후 정책당국이 VIE(variable interest entity) 지배구조\*를 가진 중국기업에 대한 법률적 판단을 어떻게 할 것인지도 주요 관건 중 하나가 될 전망
- \*VIE 지배구조 : 외국인인 중국의 인터넷, 기술, 교육 산업 등에 투자할 수 없는데 이러한 법적 한계를 회피하기 위한 편법적 지배구조. 중국 기업이 조세회피국가 등 해외에 Paper company를 설립하여 본토기업과 계약을 맺고 Paper company가 미국 등 해외 거래소에 주식을 상장하여 외자를 조달
  - 중국 정부는 2000년 이후 VIE 구조를 암묵적으로 용인해왔으나, 금번 기업 규제 강화로 VIE 구조에 대한 우려가 고조. 현재 알리바바, 텐센트, 바이두, 디디추싱 등 대형사들은 VIE 구조로 해외에 상장했으며 이 모델이 용인되지 않을 경우 상장 폐지될 가능성도 존재
- **(시장 영향)** 최근의 규제 강도는 글로벌 스탠다드는 물론 기존의 중국 정책 스탠스와 비교해도 크게 강화된 수준으로 추가 규제 및 정책 의도가 명확해질 때까지 불확실성에 따른 증시 부진 불가피
  - 최근 들어 중국 지도부를 중심으로 집권체제의 안정과 당의 주도력 강화가 강조되어 온 가운데 시장의 일부 충격과 투자자 손실은 감수할 것이라는 시각도 제기
  - 규제 대상 기업들이 중국 본토보다는 홍콩/미국 등에 주로 상장되어 있어 A주보다 H주 및 ADR 주가 부진이 상대적으로 클 가능성
- **(국내 영향)** 중국 경제 펀더멘털 악화에 따른 주가하락은 아닌 만큼 국내 증시에 대한 직접적 영향은 제한적일 것이나, 하락세가 지속될 경우 일부 부정적 파급영향 가능성
  - 중국/홍콩에서의 자금유출 지속시 국내증시가 대체자산으로서 반사효과를 볼 수 있으나, 중국/홍콩 증시 불안은 위안화/홍콩달러화 절하 등을 통해 아시아 신흥국 전반에 대한 불안으로 이어질 수 있음에 유의할 필요

국제금융센터의 사전 동의 없이 상업상 또는 다른 목적으로 본 보고서 내용을 전재하거나 제 3자에게 배포하는 것을 금합니다. 국제금융센터는 본 자료 내용에 의거하여 행해진 투자행위 등에 대하여 일체 책임을 지지 않습니다.  
문의: 02-3705-6226 혹은 ejlee@kcif.or.kr, 홈페이지: www.kcif.or.kr