

손자병법 16계 : 慾擒姑縱 (욕금고종)

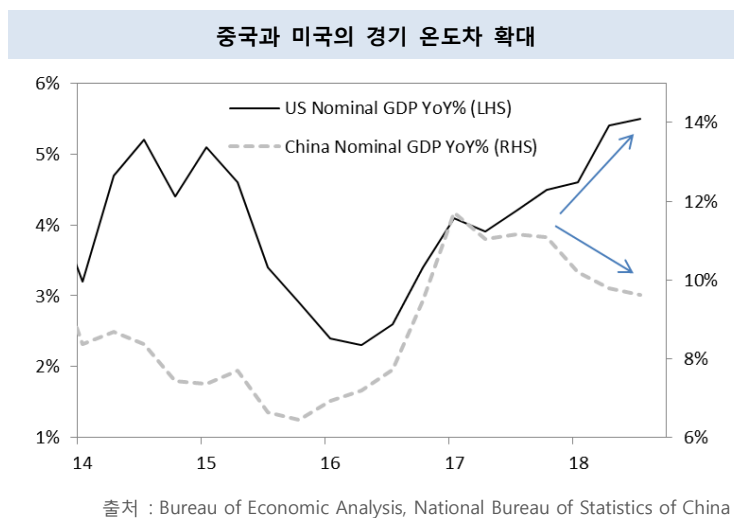
15 Nov 2018

장진우
+82.2.2179.1166
jinwoo.jang@kic.go.kr

요약

- 미-중간 분쟁에 따른 중국 경제의 둔화는 곧 미국을 포함한 글로벌 경제 환경에도 부정적 영향을 미칠 것
- 중국은 경기 부양과 시장 안정을 위해 노력하고 있으며 연초 긴축으로 치우쳤던 정책적 태도 변화가 확인됨
- 미국 경제 성장률의 둔화가 확인된다면 연준의 정책은 갈림길에 놓일 것

손자병법 중 16계인 욕금고종(慾擒姑縱)은 적을 잡기 위해서는 오히려 공격의 강도를 줄이라고 조언한다. 우리 속담에 쥐도 궁지에 몰리면 고양이를 문다는 말 역시 동일한 이야기이다. "사방 백리 안에 굶는 사람이 없게 하라"는 과거 경주 최부자 집의 교훈은 주변 사람들이 극단에까지 몰리지 않게 함으로써 본인도 보호하려는 지혜의 발현이다.



미국은 이제 중국을 잠재적 적국으로 간주하며 경제적 압박을 실천에 옮기고 있다. 트럼프 정부가 개시한 대중 무역 전쟁은 단순히 무역 부문에 한정된 다툼에 그치지 않는다. 이는 새로운 이데올로기 갈등으로 글로벌 주도권 경쟁으로 확장되어 가고 있다. 중국에 대한 압박은 미국에서 초당적인 지지를 얻고 있다.

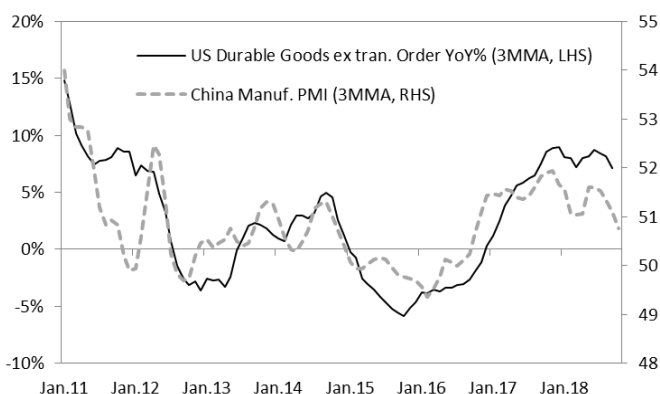
미국과의 갈등이 확산됨에 따라 중국 경제는 부진을 면치 못하고 있다는 평가이다. 연초 시진핑 주석이 강화된 권력에 대한 자신감으로 디레버리징(De-leveraging) 정책을 추진했던 것은 관세 부과 압력이라는 외부적 요인이 바뀌면서 정책 실수가 되어버렸다.

반면 재정 확장 정책을 집행한 미국의 국내 경기는 상승 탄력을 받았다. 중국 경제의 불안감이 커지는 반면 미국의 경기는 활황으로 접어들면서 트럼프 행정부는 지금까지의 대중 정책에 자신감을 가지게 된 듯 하다. 그들은 완전한 승리를 선언하기 전까지 중국을 끝까지 몰아붙일 기세로 대하고 있다.

구석에 몰린 쥐는 고양이도 문다

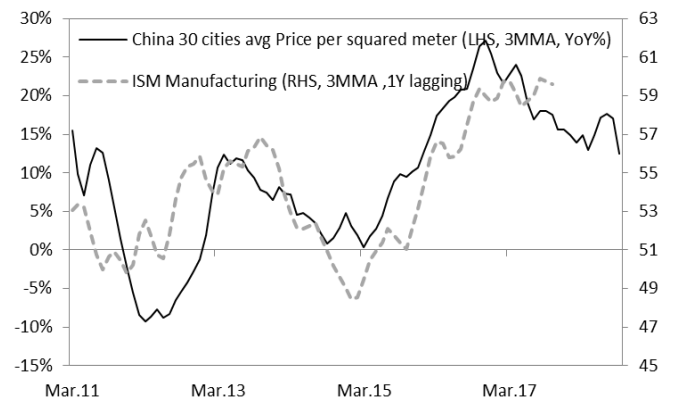
막상 중국의 경제가 위기에 봉착하게 된다면 이는 중국 국내만의 문제에 한정되지 않을 것이다. 중국의 경제 규모나 외부 영향력을 고려했을 때 중국의 위기는 글로벌 경제 위기로 전이될 가능성이 높다. 미국과 신흥국 등이 중국 경기와 높은 상관 관계를 가지고 있다는 점을 여러 지표를 통해 관찰할 수 있다. 이에 따르면 중국 경기의 둔화는 신흥 시장뿐만 아니라 미국 경제 성장에도 부정적인 소식이 되지 않을 수 없다.

미국 핵심 내구재 주문과 중국 제조업 PMI 동행



출처 : US Census Bureau, China Federation of Logistics and Purchasing

중국 주택 경기가 미국 제조업 경기에 선행

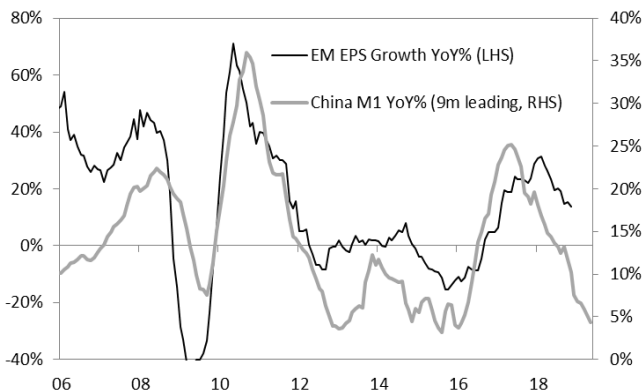


출처 : ISM, CRIC, Bloomberg

미국의 경기 선행 지표로 이용되고 있는 핵심 내구재 주문과 중국의 제조업 PMI 지수는 동행하는 움직임을 보이고 있다. 물론 이것만으로 지표간의 인과까지 설명하지는 못하지만, 두 지표의 동행성이 유지되고 있다는 사실은 중국 경기 지표의 훼손이 미국 경기에 주는 부정적 함의를 유추해 볼 수 있게 한다.

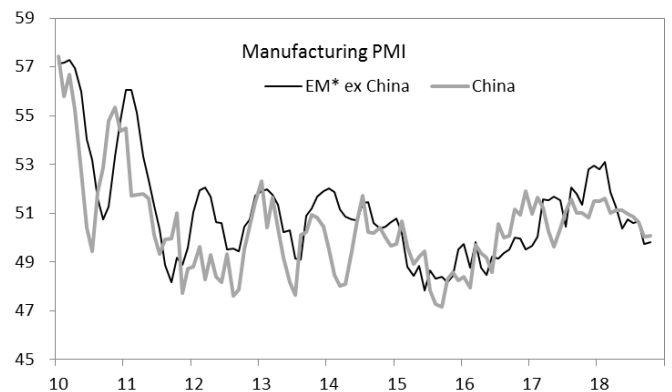
중국의 부동산 시장 지표와 미국의 제조업 지표는 언뜻 서로 연관 관계가 없을 것 같음에도 불구하고 최근 높은 상관성을 보이고 있다. 특히 중국의 주택 가격 증가율 지표가 미국의 제조업 PMI를 1년 선행한다는 사실이 흥미로운 지점이다. 두 지표 상호간의 메커니즘은 좀 더 살펴보아야 하겠지만 이 지점에서 뚜렷한 것은 이 상관관계가 유효하다면 중국 경기와 부동산 시장의 침체는 미국 제조업에 부정적 피드백(Negative Feedback)으로 작용하리라는 점이다. 앞으로 몇 달 동안 미국에서 나오는 지표로 우리는 이를 확인할 수 있을 것이다.

중국 유동성 상황이 신흥 지역 기업 실적에 영향



출처 : PBoC, IBES

신흥국 제조업 PMI와 중국 제조업 PMI는 동행



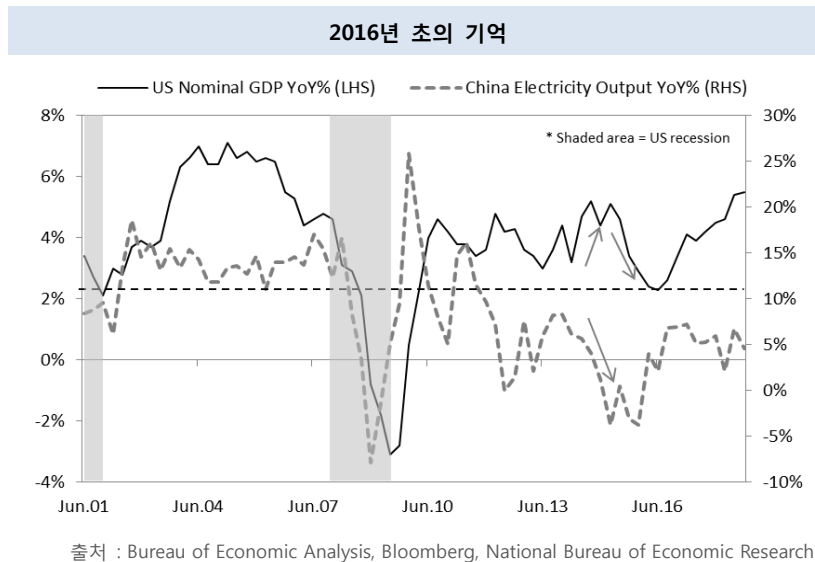
출처 : Markit, / *EM = Brazil, India, Indonesia, Korea, Taiwan, Turkey

중국의 화폐 공급(M1) 증가율은 MSCI 신흥국 지수 내 기업들의 실적 전망 증가율에 약 9개월 정도 선행한다. 신흥 시장 전반에 대한 중국의 영향력을 확인해 볼 수 있는 부분이다. 이에 따르면 중국의 경기 상황이 신흥 지역 기업들의 성과와 연관되어 있으며 중국의 경기 침체와 둔화는 신흥 지역 기업들의 사업 환경을 악화시키는 요인이 될 것이라고 생각하게 된다.

실제로 중국의 제조업 PMI와 중국을 제외한 주요 신흥 지역의 제조업 PMI는 전반적으로 동행한다. 트럼프 정부는 중국의 제조업을 타격 지점으로 생각하며 공격하고 있지만 결과적으로 그 영향은 신흥 지역 전반에 확산될 것이며 미국에도 부정적 영향으로 돌아올 것이다.

미국이 중국과의 무역 전쟁을 선포한 이후 지금까지의 상황을 보면 미국이 승리한 것으로 보일 수도 있다. 중국은 미국의 공격에 대응할 수단이 부족한 상황이며 경제와 금융 시장의 불안감은 커지고 있다. 그러나 중국의 경제가 이대로 악화된다면 그것은 미국이나 전세계 경제에 있어 좋은 소식이 아니다. 미국은 자국의 경제가 호황 국면에 있다고 말하지만 연초 재정 정책의 효과가

감퇴해가는 시점에도 앞으로도 여전히 견조한 경제 성장을 자랑할 수 있을지는 의문이다. 중국 경제의 고통은 구석에 몰린 쥐가 고양이도 물듯이 어느 순간 미국 경제에도 타격을 입힐 것이다. 트럼프 정부가 이 고통을 무릅쓰고 중국을 계속 궁지에 몰아 넣을지는 정치적 판단으로 그 결과를 예단하기 어려우나 그 행위가 3% 이상의 성장이라는 경제적 목표와는 대치된다는 점은 비교적 뚜렷하다.



2016년 초 우리는 이미 중국발 위기가 전이되는 과정을 경험한 적이 있다. 당시 중국은 공급측 과잉과 과도한 부채, 국내 자본의 해외 유출 등의 경제적 문제에 직면해 고전하고 있었다. 경기 활동의 급격한 냉각이 나타났다. 자산 시장도 이에 반응하여 2016년 1월 말 CSI300 지수는 2015년 연말 대비 23% 넘는 하락을 기록하였다. 결국 시차를 두고 미국 경기 역시 둔화되었으며 2016년 상반기에 미국은 과거 경기 침체 시기 이외에는 경험하지 않았던 2%대 명목 경제 성장률을 기록하게 되었다.

이에 중국은 유동성을 다시 풀어 대응하였고 미국 역시 연준이 금리 인상을 1년 동안 중지하면서 글로벌 경기와 금융 시장은 다시 안정을 되찾게 되었다. 만약 이 때 각국의 공동 대응이 없었다면 세계 경제는 지금과는 다른 모습에 놓여 있을 것이다. 그런 의미에서 미국이 중국을 경제적으로 몰아붙인다면 향후 경제 성장에 변동성을 높일 뿐만 아니라 혹시나 있을 위기 상황에서 상호 협력의 기반을 훼손하게 되어 장기적으로 우월 전략이라고 말하기 힘들다.

시진핑 뜻

2016년 5월 9일 중국 경제의 경착륙이 우려되던 시절, 인민일보에 나타난 “권위있는 인사”는 향후

중국 경제 성장률이 L자형을 보일 것이라고 언급하였다. 권위있는 인사로 시진핑이나 류허 등의 인물들이 아직까지 회자되고 있지만 중요한 것은 시진핑 주석을 위시한 공산당 지도 집단의 의지가 그렇다는 점이다. 실제로 이후 중국의 GDP 성장률은 6.5% 내외에서 안정되는 모습을 보이고 있다.

과거 그린스펀 연준 의장이 주가 하락을 통화 정책을 통해 방어해주는 모습을 보이면서 “그린스펀 풋”이라고 불렸던 것처럼 경제 성장을 하락에 대한 중국 지도부의 방어 의지는 “시진핑 풋”으로 생각해볼 수 있다.

최근에도 “시진핑 풋”이 작동하는 모습을 볼 수 있다. 2018년 초만 해도 중국 정부는 경제의 디레버리징을 강조하였으나 경기가 둔화되면서 공급측 개혁에 대한 이야기는 자취를 감추었다. 대신 재정, 통화 정책을 통한 경기 하방 리스크 차단에 방점을 두겠다는 지도부의 의지가 확인되고 있다.

류쿤 재정 부장은 11월 인터뷰에서 “최근 수년 동안 재정부는 세제를 개선하고 비용을 절감함으로써 실물 경제에 대한 지지를 강화했다”며 “올 들어 세금 감면에 정책 초점을 두고 여러 가지 감세 혜택을 통해 시장 주체에 활력을 불어넣고 경제 성장에 내재적 노력을 강화했다”고 강조했다. 그가 밝힌 감세 조치와 실물 경제 발전 지원에 따른 세금 감면 조치 규모는 2018년 한 해 1조 3,000억 위안(약 1,870억 달러) 이상이다. 이는 전체 GDP의 1.5% 이상 규모로 경제 성장을 방어에 적극적인 모습이 드러난다.

중국 정부는 미국과의 관세 분쟁에서 기업들을 보호하기 위해 부가 가치세 인하 발표에 이어 수입 관세율도 낮추면서 대응하고 있다. 이에 따라 중국의 수입 관세는 2017년 평균 9.8%에서 7.5%로 낮아졌다.

통화 정책에서의 “시진핑 풋”도 유효하다. 인민은행은 올해 3차례 은행의 지급준비율을 인하하면서 시장에 유동성을 공급하였다. 최근 이강 인민은행장은 “인민은행은 기업의 용자난을 완화하는 것을 포함해 향후 계속해서 시장 안정에 유효한 대응 조치를 쉬지 않고 추진해나갈 것”이라며 “중국은 필요하다면 금리 정책이나 지급 준비율을 조정하는 등 충분한 통화 정책 수단을 사용할 수 있다”고 언급하였다. 인민은행 수장이 인터뷰에서 금리 정책 변화 가능성을 언급한 것은 이례적인 일이다.

경제에 대한 방어 의지는 곧 주가 부양에 대한 노력으로도 연결된다. WMP 상품이나 주식담보대출 등 여러 채널을 통해 주가는 가계와 기업의 자산 가치에 영향을 미치고 이는 곧 경기에 반영된다. 지나친 주가 하락은 많은 기업들에 유동성 위기를 초래할 위험이 있다. 따라서 정부는 주가 방어를 통해 위험 차단에 나서고 있다. 류허 총리가 10월 19일 인민은행장, 은보감회와 증감회 주석 등 금융 수장들과 공동으로 1) 금융시장 안정, 2) 시장제도 개선, 3) 장기 투자자금 증시투입, 4) 민영기업 지원, 5) 개방 확대 등을 중심으로 한 부양책을 발표한 것 역시 같은 맥락의 행동이다.

과거 “그린스펀 풋”이 그랬듯이 “시진핑 풋” 역시 경제 주체들의 도덕적 해이를 유발하여 장기적으로 시스템의 불안정성을 높일 수 있다. 그러나 구석에 몰린 상황에서 장기적 안정에 대한 고려는 우선 순위에서 밀릴 수밖에 없다.

갈림길에 선 연준

연준이 최대 위협이라는 트럼프의 평가에는 일리가 있다. 과거 미국의 경기 침체는 연준이 1) 인플레이션 압력에 대응하기 위해 의도적으로 유도하거나, 2) 정책 실수에 의해 의도하지 않게 발생시키는 경우가 대다수였다. 경기 부양에 정권의 역량을 쏟고 있는 트럼프 입장에서 연준은 당연히 최대 위협 요소일 수 있다.

트럼프의 비판에도 아랑곳하지 않고 연준은 지속적인 금리 인상 신호를 보내고 있다. 11월 FOMC 성명서는 9월과 대동소이하여 10월 금융 시장의 불안에도 불구하고 금리 인상 경로를 바꾸지 않을 것이라는 예상에 설득력을 더했다.

인플레이션 리스크에 선제적으로 대응해야 하는 연준의 특성을 고려해볼 때 현재까지 연준의 결정이 불합리한 정도라고 보기 힘들다. 경기가 과열되는 조짐을 나타내면서 향후 있을 인플레이션을 견제하기 위해 금리를 “점진적으로” 올리는 것은 신중한 행동이었다. 지금까지의 평가는 이렇지만 연준은 곧 갈림길에 서게 될 전망이다.

앞서 살펴본 것처럼 중국의 경기 둔화가 미국 경기에까지 영향을 미치게 되는 동시에 인플레이션 압력이 커지지 않는다면 연준의 금리 인상 논리는 설득력을 잃게 될 것이다. 그럼에도 불구하고 최근 FOMC 의사록에서 보여준 위원들의 발언은 향후 연준의 판단이 합리를 넘어 독선으로 나아갈 수 있음을 시사한다는 점에서 위험 요인으로 해석된다.

중앙은행의 자산 매입 프로그램, 안전 자산에 대한 글로벌 수요 등 몇몇 요소들이 기간 프리미엄에 하방 압력으로 작용해 왔다. 이러한 환경에서 수익률 곡선의 역전은 과거의 사례와 달리 큰 함의를 갖지 않을 수 있다 (2018. 8월 연준 의사록)

위원들은 앞으로 정책 방향에 대한 의견을 내놓았다. 소수의 위원들은 정책을 약간 긴축적인 상태로 유지해야 한다고 이야기 하였으며 몇몇 위원들은 인플레이션이 2% 목표치를 지속적으로 초과할 위험과 금융 시장의 불안정성을 줄이기 위해 기준 금리를 그들의 장기 전망보다 일시적으로 높게 유지할 필요가 있다고 판단했다 (2018.9월 연준 의사록)

2016년 디플레이션 압력에 대응해서 금리 인상을 멈췄던 연준이었다. 아직 지속적인 인플레이션 압력에 대한 증거는 부족하다. 만약 많은 사람들이 예상하듯이 2~3년 안에 미국 경기가 침체에 들어가는 상황이라면 향후 연준의 진짜 적은 인플레이션이 아니라 디플레이션일 것이다. 연준의 결정이 글로벌 경제에 미치는 영향력을 생각해본다면 연준의 금리 인상 기조 유지에 자칫 이웃을 굶게 만드는 전략이 될 수 있고 결국에는 미국 경기에도 피해를 줄 수 있다. 멀지 않은 시기에 우리는 연준의 선택을 확인할 수 있을 것이다.

잠깐의 쉬어감을 예상

경기 둔화에 따라 중국 정부가 다시 한 번 경기 확장 전략으로 돌아서게 되면서 단기적으로 경기가 다시 안정될 가능성은 높아졌다. 그러나 경제 성장률이 바닥을 찾는 과정이 필요할 것이며 본격적인 안정까지 시간이 걸릴 것이다.

중국 경기 둔화의 부정적 영향은 미국 경제에도 충분히 파급될 것이며 중간 선거에서 하원을 빼앗긴 트럼프 행정부에게 과제를 던질 것이다. 경기 둔화에 따라 연준은 정책 결정에 있어 갈림길에 서게 되겠지만 연준이 독선적인 선택을 하지 않는다면 금리 인상 속도에 여유를 둘 것으로 판단된다.

이런 시나리오가 펼쳐진다면 조만간 중국 주식 등 위험 자산의 하락은 바닥을 확인할 수 있을 것으로 보인다. 이미 바닥을 지나왔을지도 모른다. 중국의 국채 금리 역시 하락세를 유지할 가능성이 높다. 반면 미국의 경우 경기 둔화가 나타남에 따라 장기물 금리 하락이 나타나며 수익률 곡선의 평탄화가 지속될 것으로 예상해 본다.