

# 철강/금속

## 중국의 그림자금융 규제와 철강산업

### 금융 리스크, 자산거품 방지 위한 중국의 그림자금융 규제

7월말 은감회가 그림자금융의 대표 상품인 WMP 판매 및 투자대상을 제한하는 초안을 배포한데 이어 8월에는 P2P업체들의 대출한도를 설정하는 등, 중국이 그림자금융시장 규제를 본격화하고 있다. '15년 기준 WMP 포함 중국의 그림자금융시장 규모는 약 54조위안으로 최근 몇 년간 급격한 성장세를 기록했다. 그러나 그림자금융의 고성장은 은행의 자산건전성 악화와 자산거품 유발의 불균형적인 투자분배 문제를 야기했고 결국 중국 정부가 금융시스템 위험 및 자산시장 가열 방지를 위해 본격적인 그림자금융 규제에 나선 것으로 판단된다.

### 그림자금융 규제는 부동산 및 철강 수요에 다소 부정적

최근 그림자금융 규제 확대를 감안하면 향후 1H16 수준의 통화완화나 부동산시장 부양을 기대하기는 어려울 전망이다. 이는 경기부양 보다는 구조조정으로 선회한 중국 지도부의 입장이 반영된 것으로 판단된다. 1)가계 레버리지 부담, 2)1~2선 도시 가격 급등, 3)올해 신규대출 중 모기지담보대출 비중 40% 육박을 감안하면 중국 경기를 지탱했던 부동산 부양효과는 연말로 갈수록 둔화될 가능성이 높다. 최근에는 하반기 부동산 매입 규제 확대 및 모기지대출금리 인상 가능성까지 제기되고 있다. 하지만 일부 지역의 부동산 매입 규제가 확대될 수는 있으나 중국 전역으로 확산될 가능성은 낮으며, 모기지대출금리 인상 가능성은 제한적인 것으로 판단된다. 결국, 4Q16 중반 이후 중국 철강 수요는 다소 둔화될 가능성이 있으나 정부의 재정정책 확대와 인프라투자의 고공행진 전망을 감안하면 급격한 악화는 없을 것으로 예상된다.

### 좀비 철강기업들 퇴출, 중국정부의 강한 구조조정 의지 반영

그림자금융 규제 본격화에 따른 구조조정 효과는 대표적인 공업과업 산업인 철강산업에도 그대로 적용된다. 이는 곧 중소형 철강사들의 자금조달 이슈를 부각시켜 좀비기업들의 퇴출을 가속화할 전망이다. 또한 정부의 강한 구조조정 의지를 증명하는 것으로, 설비감축 목표달성 가능성을 한층 높여준다는 점에서 부동산 신규투자 둔화에 따른 철강수요 둔화의 부정적인 측면보다 긍정적인 영향이 더 크다고 판단된다. 따라서 포스코, 현대제철과 같은 국내 철강사들에게도 긍정적으로 작용할 것으로 기대된다.

### Special Focus

## Overweight

#### Top picks 및 관심종목

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(8월 30일)
POSCO(005490)	BUY	300,000원	229,500원
현대제철(004020)	BUY	73,000원	51,000원
풍산(103140)	BUY	39,000원	31,700원



Analyst 박성봉  
02-3771-7774  
sbpark@hanafn.com

RA 김효정  
02-3771-8094  
hyojeong.kim@hanafn.com

## 중국 그림자금융시장 규제의 철강산업에 대한 영향

### 1) 중국 금융당국, 그림자금융시장 규제 본격화

중국 금융당국,  
그림자금융시장 규제 본격화

중국 금융당국의 그림자금융 관리감독 강화가 본격화되고 있다. 지난 4월말에 은감회(은행 감독관리위원회)가 사실상 대출에 해당하는 금융상품에 대해 전액 총당금 적립 의무를 발표 한데 이어 7월말에도 은감회가 그림자금융의 대표적인 상품인 WMP(Wealth Management Product, 자산관리상품) 판매 및 투자대상을 제한하는 초안을 배포했다. 순자본 50억위안 (약 8,500억원)이하 소형 은행이 발행한 WMP의 주식형 및 비표준화자산에 대한 투자를 금지한다는 것이 주요 골자로 언론에 따르면 이번 초안이 최종적으로 확정될 경우 중국의 2,500개 은행 가운데 대략 250개 규모의 은행이 발행한 WMP만이 규제에서 벗어날 수 있는 것으로 추정된다.

그림자금융 규제,  
P2P업체들까지 확대

중국의 그림자금융의 규제는 금융기관 뿐만 아니라 개인간 거래로까지 확대되고 있다. 8월 말 중국 은감회는 '온라인대출 정보공개 업무 활동관리 임시규칙'을 발표하고 개인과 기업이 P2P업체들을 통해 대출 받을 수 있는 한도를 각각 100만위안(약 1.68억원)과 500만위안으로 설정하고 P2P업체들 또한 적정 은행을 수취보관인으로 지정함고 동시에 고객들에 대한 정보 공개도 확대해야 한다. 은감회에 따르면 6월말 기준 영업중인 P2P 업체들 가운데 43.1%(1,778개)가 문제가 있는 것으로 알려졌다.

표 1. '16년 중국 금융당국의 그림자금융 규제 내역

일자	규제 내용
3.18	• 은감회: 비표준자산 신탁 정리 강도 강화와 신규상품 설계 금지
4.18	• 은감회: 그림자은행 82호 문건 발표. 모든 대출에 대한 총당금 적립
5.18	• 증감회: 운용사 선물, 채권, 비표준자산 투자시 부채비율 투자금 3배 제한
5.2	• 증감회: 뮤추얼펀드 기업 자회사의 순자본요건 강화
6.3	• 증감회: 선물회사 자회사 설립시 순자산, 신용등급 관련 규정 강화
7.16	• 증감회: 증권/선물사 사모펀드 감독 강화. 구조화상품 레버리지 규정 강화
7.27	• 은감회: 금융사의 자산관리 상품 자금 주식 투자 상한선 규제 • 소형은행 비표준자산 투자 금지, 은행의 증권사/펀드 공조 통한 대체채권 등

자료: 각종 언론사, 하나금융투자

표 2. 중국 금융당국의 P2P업체 규제 내역

	규제 내용
1	• P2P업체의 금융채테크 상품 판매 금지
2	• P2P업체들 소액 위주의 신용대출 의무화 - 개인의 대출 상한선 100만위안, 업체당 20만위안 한도 설정 - 기업의 대출 상한선 500만위안, 업체당 100만위안 한도 설정
3	• P2P업체들 적정 은행을 수취보관인 지정. 고객에 대한 정보공개 확대 의무
4	• 주식공무 업무 및 대출인 담보 제공 금지

자료: 각종 언론사, 하나금융투자

## 2) 그림자금융시장의 급성장, 금융시스템 리스크 및 자산시장 과열 야기

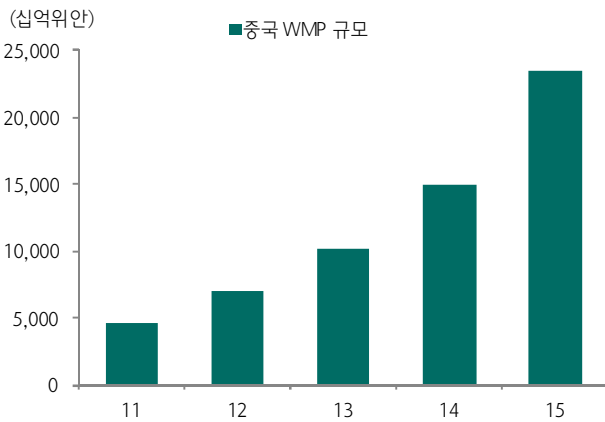
### 중국 경기확장과 동시에 성장한 그림자금융 시장

'15년말 중국의 WMP 규모는 23.5조위안(약 3,884조원, 중국 경제의 35% 수준)으로 '12년의 7.1조위안에 비해 3년만에 3배 급증했다. WMP를 포함 중국의 전체 그림자금융시장의 규모는 54조위안으로 추정될 정도로 중국 금융시장의 한 축을 자리잡고 있다. 하지만 그림자금융의 경우 투자자 입장에서는 상대적으로 고금리 이점을 누릴 수 있고 기업 입장에서는 일반 시중은행에 비해 훨씬 용이한 차입이 가능하기 때문에 신규투자를 유발할 수 있다는 점에서 긍정적이다. 은행의 입장에서도 대출한도 규제를 피하면서 대출수수료 확대를 꾀할 수 있는 이점이 있었다.

### 중국 금융시스템 리스크 및 자산시장 과열 문제 발생

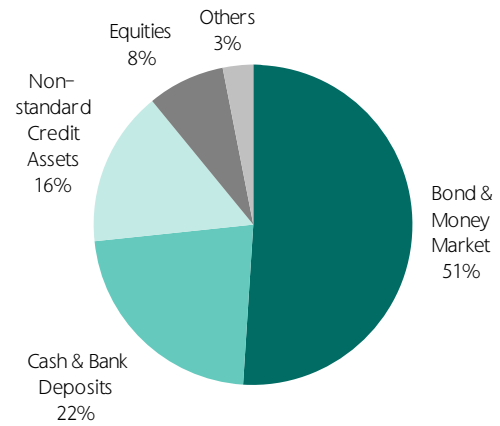
하지만 그림자금융은 정부의 규제 사각지대에 놓여있기 때문에 은행의 실질적인 자산건전성을 파악하기 힘들고 금융시스템의 위협요인으로 작용할 수 있다. 또한 그림자금융 시장을 통해서 확대된 유동성이 실물로 유입되기 보다는 금융상품이나 부동산투자를 유도하여 자산거품을 유발하는 문제점이 발생했다. 최근 1) 중국 부동산투자 급증과 2) 1~2선도시 중심의 이례적인 부동산가격 급등, 3) M1과 M2 증가율간의 스프레드 확대는 모두 중국의 적절한 투자분배의 실패를 의미하고 결국 그림자금융시장도 중요한 원인으로 작용한 것으로 판단된다. 이에 중국 정부는 금융시스템 위협 및 자산시장 과열을 방지하기 위해 본격적인 그림자금융시장 규제에 나선 것으로 판단된다.

그림 1. 중국 WMP규모 추이



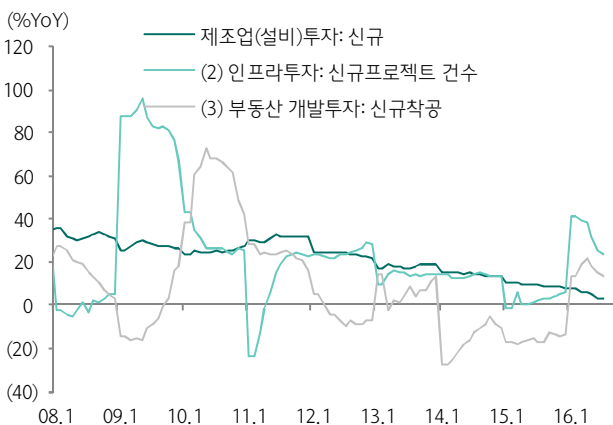
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. 중국 WMP 투자처 구분



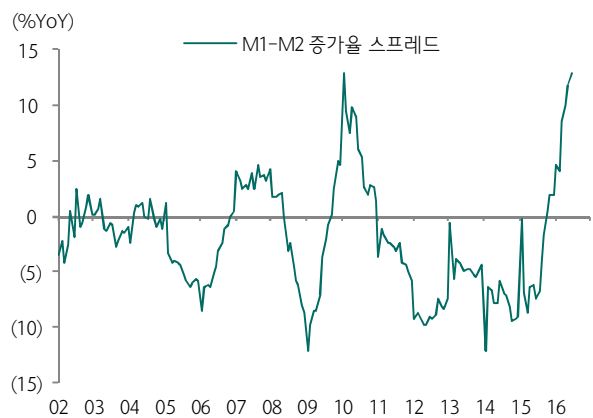
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 3. 중국 제조업 설비, 인프라, 부동산개발 투자 추이



자료: CEIC, 하나금융투자

그림 4. 중국 M1-M2 증가율 스프레드 추이



자료: CEIC, 하나금융투자

### 3) 철강 수요에는 다소 부정적이나 수요 급감을 야기하지는 않을 전망

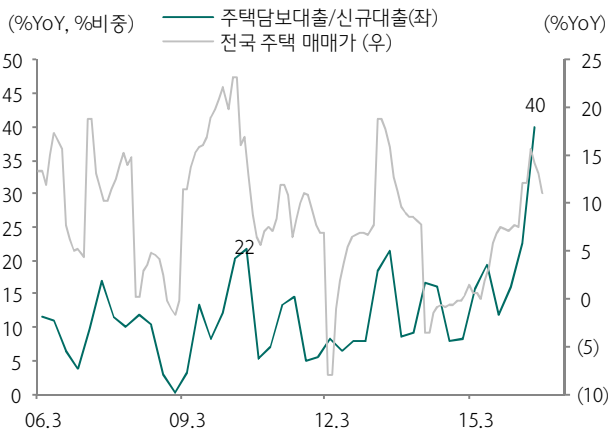
- 중국 부동산가격 급등, 모기지담보대출 급증
- 중국 정부의 부동산 정책 중립
- 그림자금융 규제도 과열 방지용
- 그림자금융 규제도 과열 방지용

이미 중국 정부가 온건한 통화정책 유지를 피력한 상황에서 1H16만큼의 추가 통화완화를 기대하기는 어려울 전망이다. 또한 최근 1년간 중국 경기를 지탱했던 부동산 부양효과도 한계에 근접한 것으로 판단된다. 특히 가계의 레버리지를 통한 부동산 부양은 정부 입장에서 큰 부담이 될 수밖에 없으며 최근 1~2선 도시 가격 급등 및 '16년 신규대출 가운데 모기지 담보대출 비중이 40%에 육박했다는 점을 감안하면 중국 정부가 부동산 정책을 중립으로 선 회할 가능성이 높아졌고 연말로 갈수록 중국 부동산가격 및 신규투자 둔화 가능성이 높은 것으로 판단된다. 최근 그림자금융 시장의 규제 확대도 1~2선도시 부동산시장 과열 방지를 위한 것으로 경기부양 보다는 구조조정으로 선회한 중국 지도부의 입장을 잘 반영하고 있다. 이는 곧 중국 철강 수요 측면에서는 다소 부정적으로 작용할 전망이다.

- 연말 중국 부동산 신규투자 둔화
- 철강수요 다소 둔화
- 재정정책과 견조한 인프라투자
- 급격한 철강수요 악화 방지

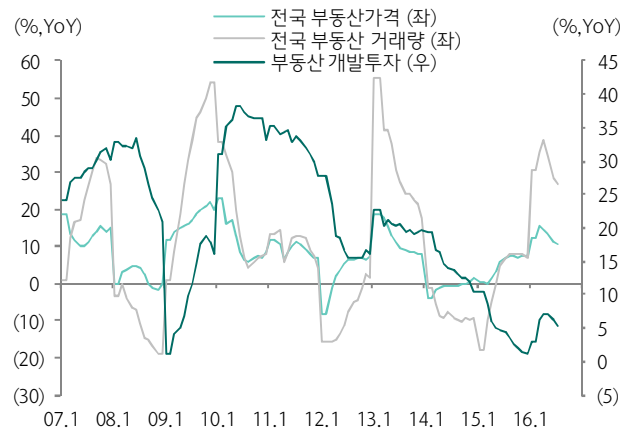
일각에서는 2H16에 중국 정부가 부동산 매입 규제 확대 및 모기지대출금리 인상 가능성이 제기되고 있다. 하지만 10~11월경 일부 지역별로 부동산 매입 규제 확대 가능성은 있으나 모기지대출금리 인상 혹은 중국 전역으로 부동산 매입 규제가 확산될 가능성은 제한적인 것으로 판단된다. 또한 중국 정부의 재정정책과 인프라투자의 고공행진이 지속될 것으로 예상된다. 요약해 보면 4Q16 중반이후 연말로 갈수록 중국의 철강 수요는 부동산 신규투자 감소로 다소 둔화가 예상되나 재정정책 확대와 견조한 인프라투자의 영향으로 급격히 악화되지는 않을 전망이다.

그림 5. 중국 주택 매매가 및 주택담보대출/신규대출 추이



자료: CEIC, 하나금융투자

그림 6. 중국 부동산 가격, 거래량, 개발투자 추이



자료: CEIC, 하나금융투자

#### 4) 좀비 철강기업들 퇴출 가속화, 중국 정부의 강한 구조조정 의지 반영

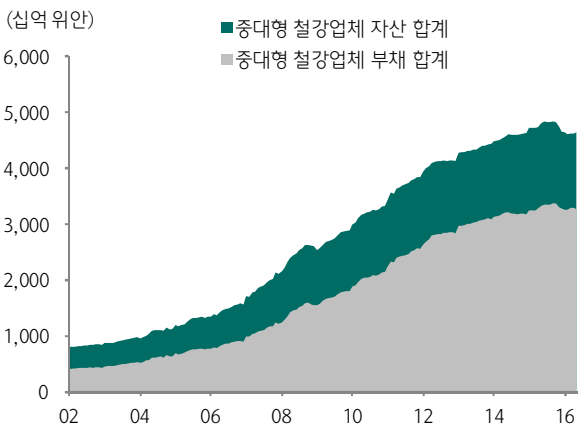
그림자금융시장 규제,  
철강 좀비기업들의 퇴출 가속화로  
이어질 전망

중국의 그림자금융시장의 규제는 곧 중소형 철강사들의 자금조달이 더욱 어려워진다는 것을 의미한다. '10년 이후 중국의 철강 구조조정이 실패한 가장 큰 이유가 중소형 민영철강사들이 대규모로 증설('10 ~ '11년 중국 증설의 76%가 민영 중소형 철강사가 차지)에 나섰기 때문이었는데 향후 중소형 철강사들은 신규투자를 차치하고서라도 운영자금 조달에도 큰 어려움이 예상된다. 따라서 한계상황에 몰린 좀비기업들의 시장퇴출이 더욱 가속화될 것으로 예상된다. 이미 중국 정부는 향후 3년내 345개에 달하는 중대형 좀비 철강기업들의 시장퇴출을 계획하고 있는 것으로 알려졌다. 이는 또한 중장기적으로 중국 철강시장을 대형사 중심으로 재편하기 위한 정부의 의도와도 일맥상통한다. 참고로 중국정부는 '15년말 34.2% 수준인 10대 철강사의 시장점유율을 '25년까지 60%로 확대한다는 계획이다.

그림자금융 규제는  
구조조정에 집중 의미.  
국내 철강시장에도 긍정적

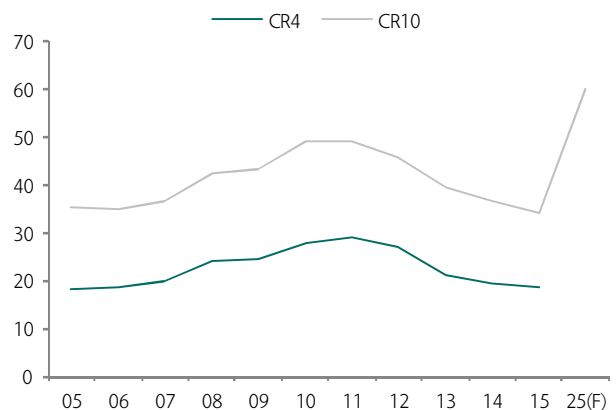
앞서 언급했다시피 중국정부의 그림자금융시장의 본격적인 규제는 곧 구조조정에 더욱 집중하겠다는 의지로 받아들여도 무방할 것으로 판단된다. 이는 곧 대표적인 중국내 공급과잉 산업인 철강산업에도 그대로 적용된다. 1H16 중국은 철강설비 1,300만톤을 감축하였는데 올해 연간 목표가 4,500만톤인 점을 감안하면 2H16 철강 설비감축이 더욱 가속화될 전망이다. 또한 올해 초에 발표한 1 ~ 1.5억톤 규모의 철강설비 감축계획이 당초 하나금융투자에서 예상했던대로 '16 ~ '18년에 집중적으로 이행될 가능성이 높아졌다는 점에서 부동산 신규투자 둔화에 따른 철강수요 둔화의 부정적인 측면보다 긍정적인 영향이 더 크다고 판단된다. 따라서, 이는 중·장기적으로 포스코, 현대제철과 같은 국내 철강사들에게도 긍정적으로 작용할 것으로 예상된다.

그림 7. 중국 중대형 철강업체들의 자산 및 부채 추이



주: 중국철강협회 소속 100개 회사 대상  
자료: CEIC, 하나금융투자

그림 8. 중국 대형철강사 집중도 동향



주: CR4(상위 4개사), CR10(상위 10개사)  
자료: POSRI, 하나금융투자

표 3. '16년 발표된 중국 철강산업 구조조정 내역

중국 철강산업 구조조정 내역	
<ul style="list-style-type: none"> <li>13-5규획 기간동안 1~1.5억톤 철강 생산설비 감축('16년 4,500만톤)</li> <li>국유 철강기업 생산 향후 2년간 10%, 5년간 15% 감축, 자회사 수 20% 감축 지시. 3년내 중대형 좀비 철강기업 345개 퇴출</li> <li>철강을 비롯한 적자 국유기업 실적개선 마감시한 '17년으로 설정</li> <li>'17년까지 철강 가동률 목표 80%로 설정</li> <li>1.8백만 실업 인구 위한 대책: 조기퇴직, 교육, 취업 컨설팅, 고용 지원 등 다양한 지원책 마련</li> <li>철강 및 석탄 Capa 감축에 42.3억불 지원: 1) 예산 1차는 해고 근로자에게 지원, 2) 예산 2차는 폐쇄목표 초과 달성 지방 기관에게 인센티브로 지급</li> <li>산둥, 산시, 허베이성에서 철강 생산 감축 시범 적용 방침(국영기업들 중심으로 이행)</li> <li>건설용지를 배분하지 않는 방식으로 원칙적으로 철강중설을 허용하지 않겠다는 방침</li> </ul>	

자료: 하나금융투자

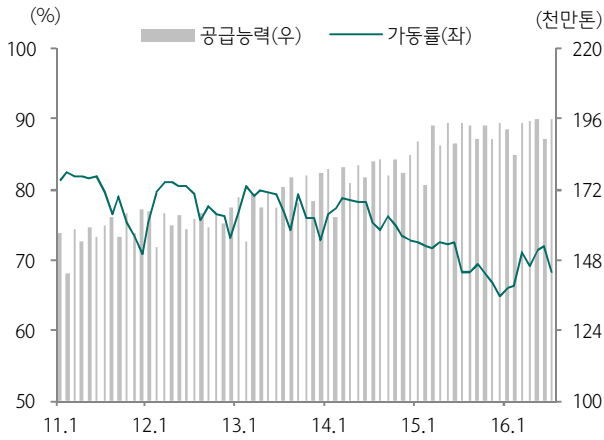
표 4. '16년 발표된 중국의 지역별 or 기업별 철강 구조조정계획

지역 or 기업	감축 기한	감축 규모	비고
신장자치구	2~3년	700만톤	• 올해 90만톤 조강 Capa 감축 방침
네이멍구자치구	5년	310만톤	• 67/310만톤은 조강 Capa, 올해 400m³ 이하 고로, 30톤 이하 전기로/전로, 구조조정 지원 강화
허베이성	5년	5,000만톤 이상	• 올해 조강 1,422만톤 설비 감축, 제강능력 1,305만톤 축소 계획, 해당 기업/규모 구체화
산둥성	3년	1,000만톤	• 가동률 80% 이상까지 끌어올릴 방침, 올해 5.4백만톤 제강능력 감축 계획
광둥성	5년	350만톤	• 철강 Capa 4천만톤 이하로 제한, 5년간 350만톤 조강생산 Capa 감축
후베이	3년	200만톤	
장시	5년	433만톤	• 조강생산 Capa 5년 동안 433만톤 감축
장수성	1년	390만톤	• 5년동안 철강1,750만톤 감축
지린성	1년	60만톤	
랴오닝성(요녕성)			• 철강 신규 증설 제한, 환경 기준 미달 기업 6개월 내 기준 달성 실패 시 설비 폐쇄
헤이룽장성	5년	610만톤	• 5년간 인수합병 실시, 설비 증설 엄격 규제, 환경 등 기준 미달 설비 모두 폐쇄
후난성	1년	50만톤	• 화링강철 제강 설비 중 100만톤 Capa 감축 계획
쓰촨성	2년	420만톤	
푸젠성	5년	445만톤	• 전기로 설비 폐쇄, 신규 증설 금지 등으로 정부 지시 230만톤 외에도 215만톤 추가 감축
안후이성	5년	890만톤	• '18년말까지 인력 2.9만명 재배치, '16-'20 신규 증설 금지
사강그룹	1년	740만톤	• 올해 생산량 목표 2,635만톤(YoY -22%)으로 설정, 양보다 질에 집중
허베이강철	2년	500만톤	
우한강철		40만톤	• 직원 8만명 중 5만명에 대한 조기퇴직 및 비철강 계열사로 전환
바오산강철	3년	920만톤	• 구조조정 이후, 설비 재가동 금지
화링강철		390만톤	• 화링시강 100만톤, 양춘신강 240만톤 제강 설비 폐쇄 예정

자료: 각종 언론사, 하나금융투자

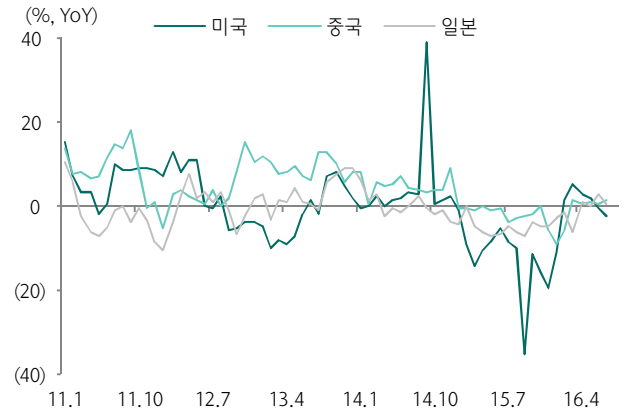
Chart Book

그림 9. 전세계 철강 가동률 추이



자료: WSA, 하나금융투자

그림 10. 주요국 조강생산량 추이



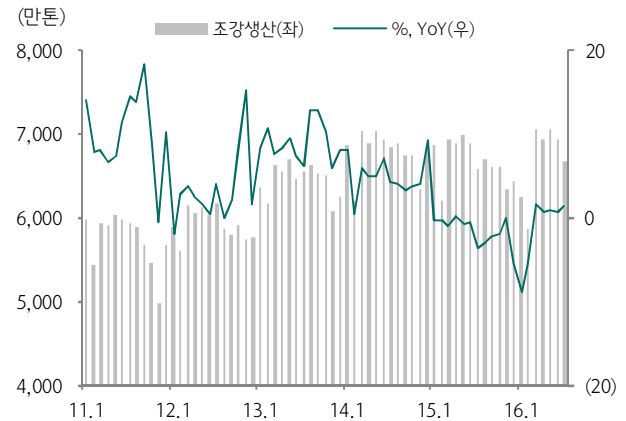
자료: WSA, 하나금융투자

그림 11. 주요국 철강가격 추이



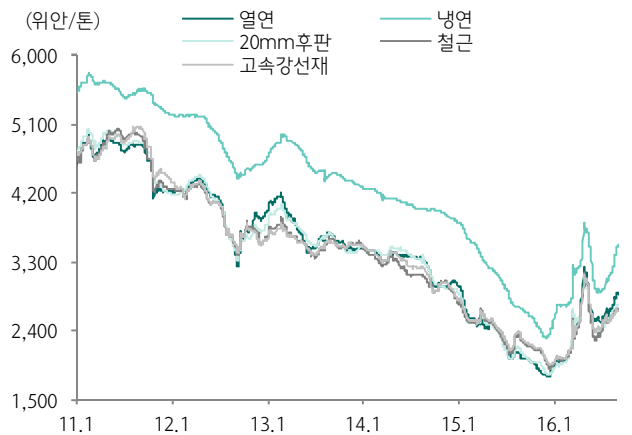
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 12. 중국 조강생산량 추이



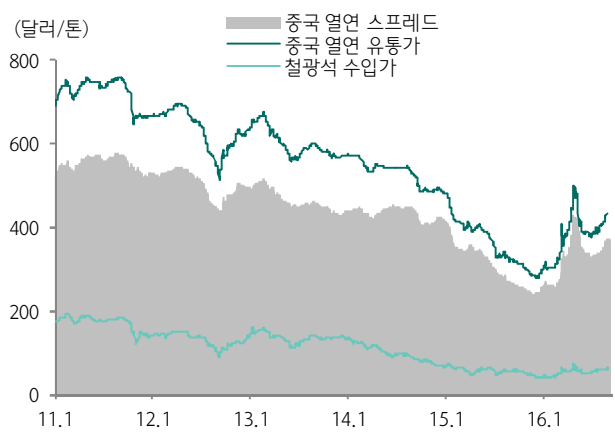
자료: WSA, 하나금융투자

그림 13. 중국 철강 유통가격 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 14. 중국 열연 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

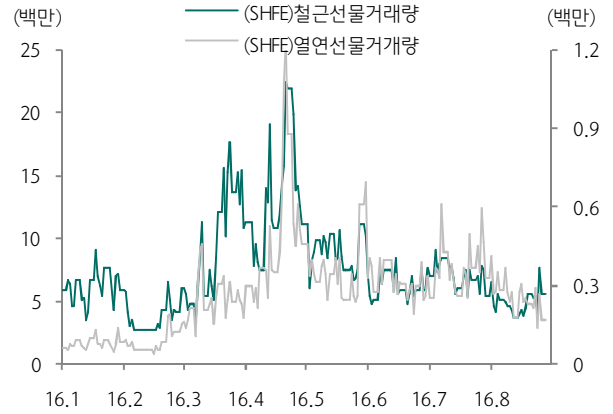


그림 15. 상해선물거래소 철강 선물가격 추이



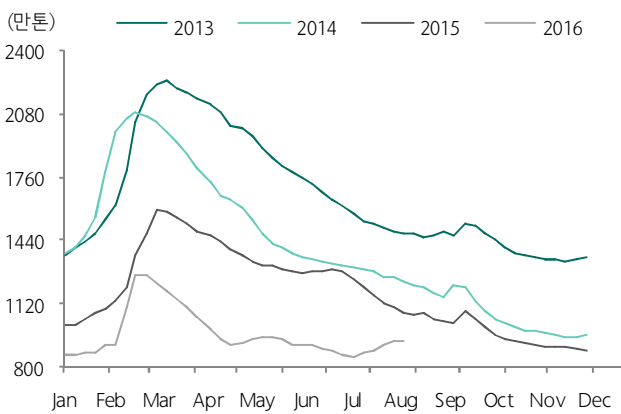
주: 철근 및 열연 선물가격 10월 물 기준  
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 16. 상해선물거래소 철강거래량 추이



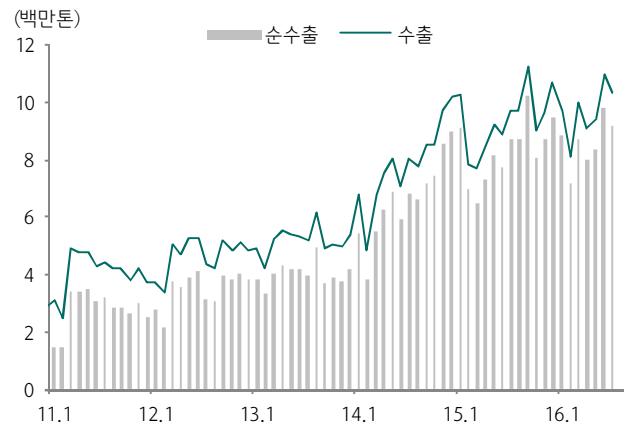
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 17. 중국 철강 유통 재고 추이



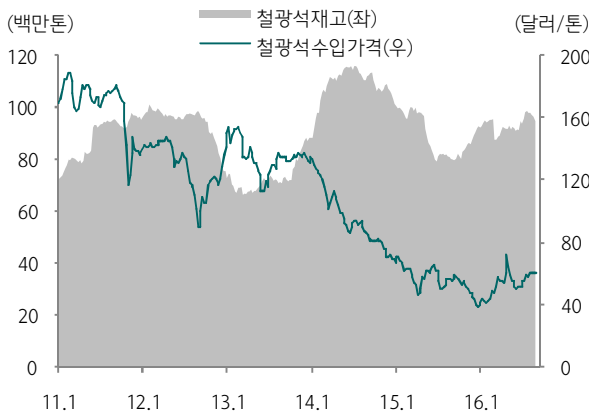
자료: Mysteel(26개 주요 도시, 5개 주요 품목), 하나금융투자

그림 18. 중국 철강 순수출 추이



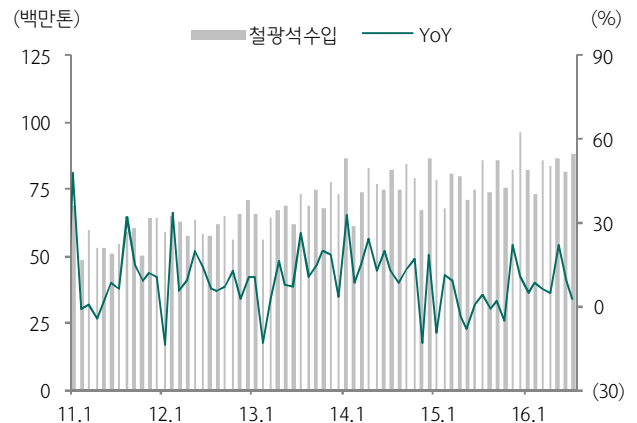
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 19. 중국 철광석 재고량 vs. 철광석 수입가격 추이



자료: Bloomberg, Mysteel, 하나금융투자

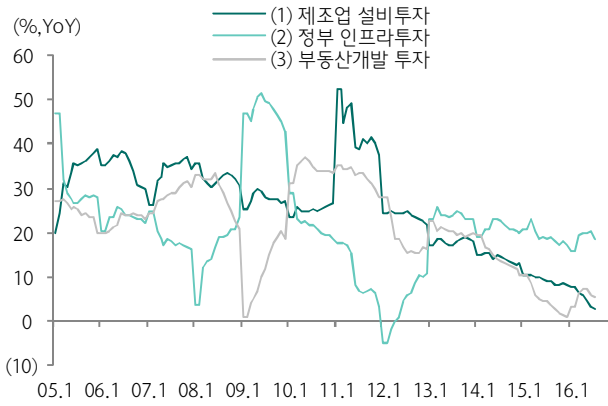
그림 20. 중국 철광석 수입량 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

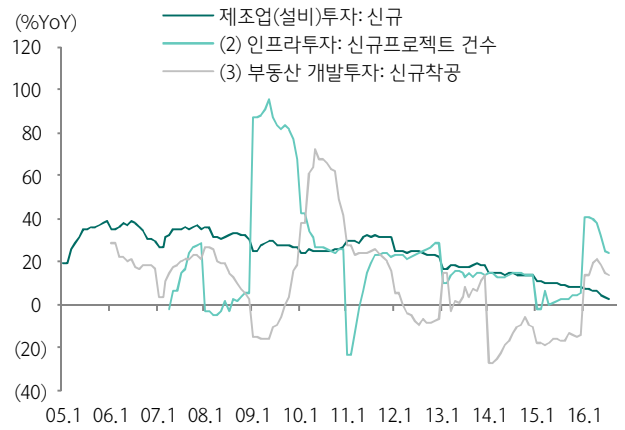


그림 21. 3대 고정투자 항목 추이



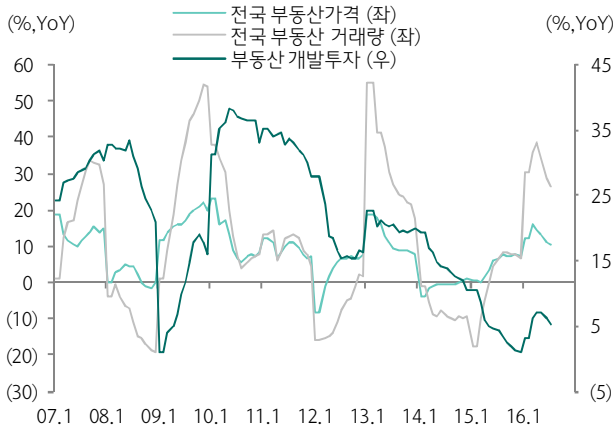
자료: CEIC, 하나금융투자

그림 22. 3대 고정투자 관련 선행지표 추이



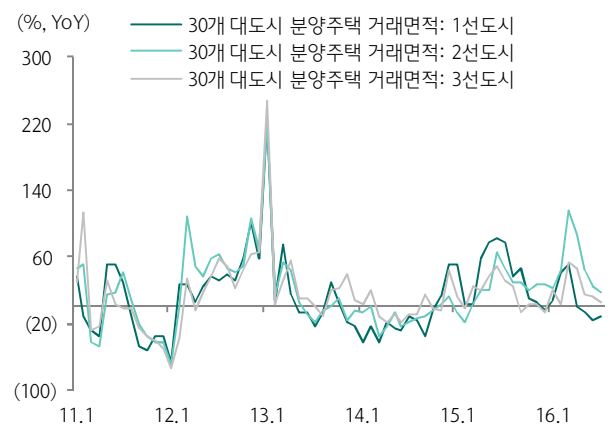
주: 부동산 거래량 6개월 선행  
자료: CEIC, 하나금융투자

그림 23. 부동산 가격, 거래량, 개발투자 추이



자료: CEIC, 하나금융투자

그림 24. 30개 대도시 분양주택 거래면적 추이



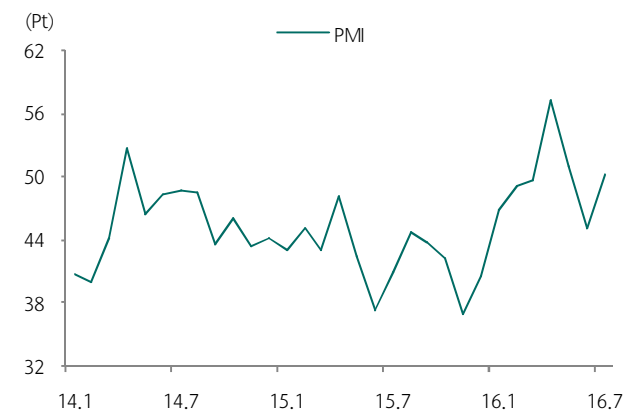
자료: Wind, 하나금융투자

그림 25. 중국 고로 가동률 추이



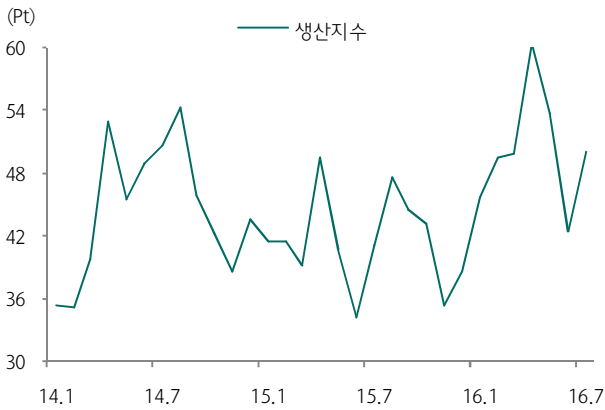
자료: Mysteel, 하나금융투자

그림 26. 중국 철강 PMI 추이



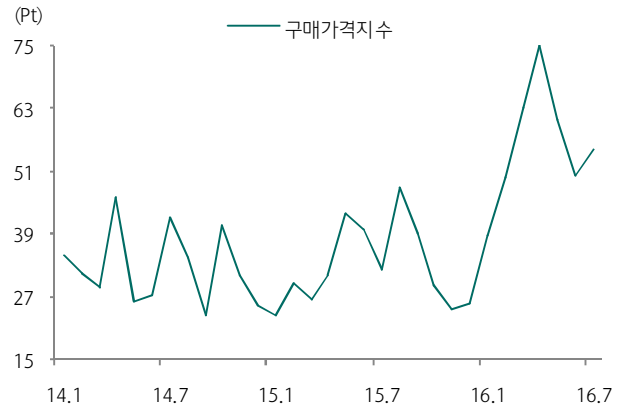
자료: Wind, 하나금융투자

그림 27. 중국 철강 PMI - 생산지수 추이



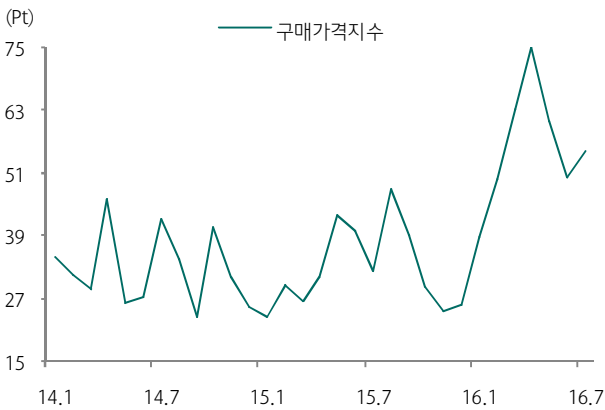
자료: Wind, 하나금융투자

그림 28. 중국 철강 PMI - 구매가격지수 추이



자료: Wind, 하나금융투자

그림 29. 중국 철강 PMI - 완제품재고지수 추이



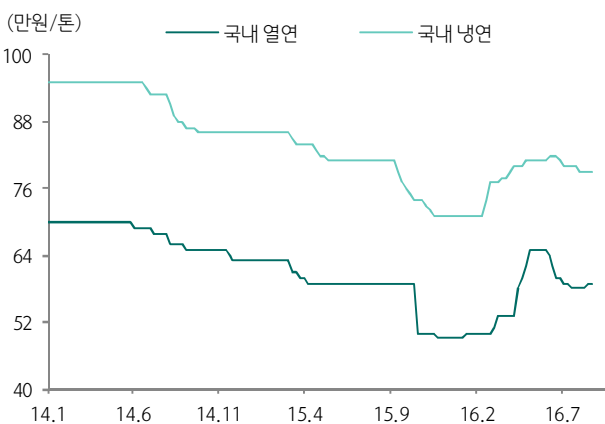
자료: Wind, 하나금융투자

그림 30. 중국 철강 PMI - 완제품재고지수 추이



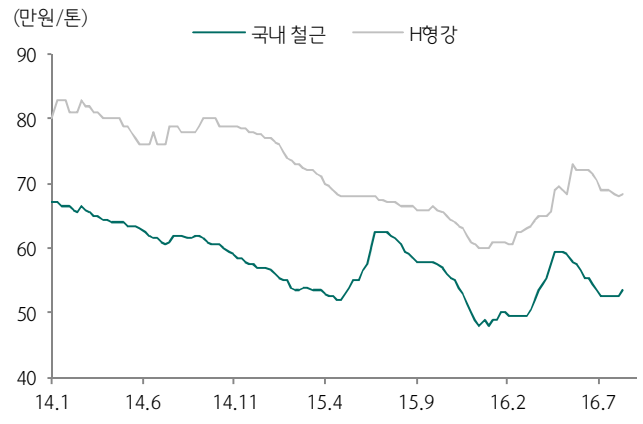
자료: Wind, 하나금융투자

그림 31. 한국 판재류 유통가격 추이



자료: 스틸데일리, 하나금융투자

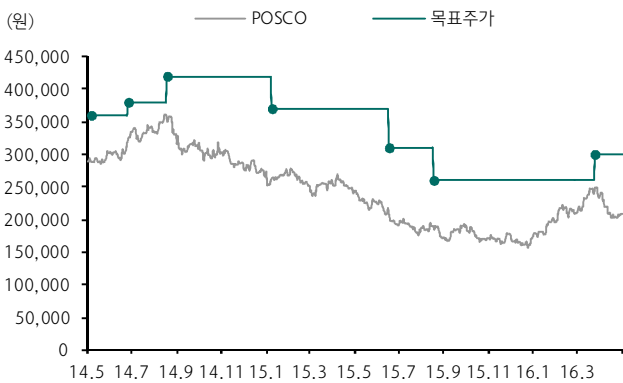
그림 32. 한국 봉형강류 유통가격 추이



자료: 스틸데일리, 하나금융투자

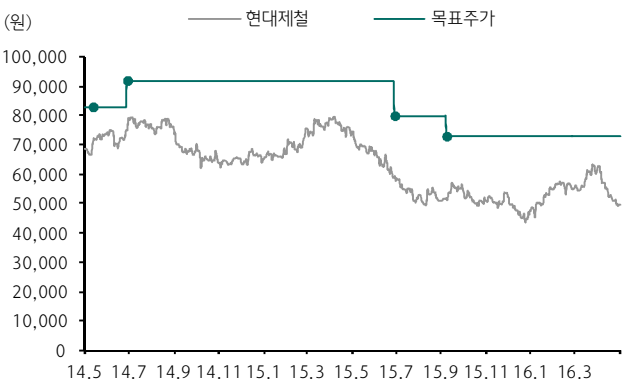
투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이

POSCO



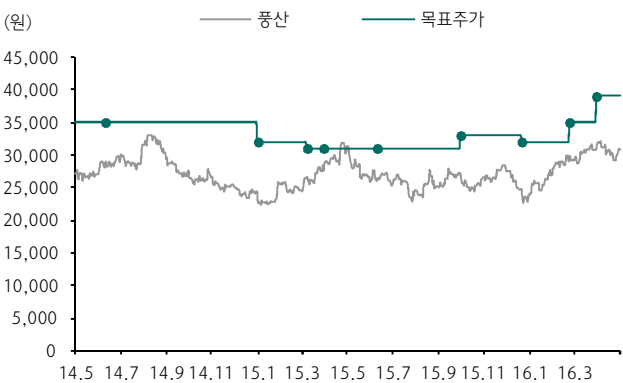
날짜	투자이견	목표주가	날짜	투자이견	목표주가
16.4.22	BUY	300,000			
15.9.15	BUY	260,000			
15.7.16	BUY	310,000			
15.2.6	BUY	370,000			
14.9.16	BUY	420,000			
14.7.25	BUY	380,000			
14.6.4	BUY	360,000			

현대제철



날짜	투자이견	목표주가	날짜	투자이견	목표주가
15.10.6	BUY	73,000			
15.7.27	BUY	80,000			
14.7.27	BUY	92,000			
14.6.10	BUY	83,000			

풍산



날짜	투자이견	목표주가	날짜	투자이견	목표주가
16.4.28	BUY	39,000			
16.3.23	BUY	35,000			
16.1.19	BUY	32,000			
15.10.29	BUY	33,000			
15.7.9	BUY	31,000			
15.4.28	Neutral	31,000			
15.4.6	BUY	31,000			
15.1.30	BUY	32,000			
14.7.9	BUY	35,000			

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
  - BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  - Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  - Reduce(비중축소)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
  - Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  - Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  - Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(비중축소)	합계
금융투자상품의 비율	88.3%	10.4%	1.3%	100.0%

\* 기준일: 2016년 8월 29일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제한 사실이 없습니다.
- 당사는 2016년 8월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2016년 8월 31일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.