

# 한국증시의 역사를 보면 중국증시의 미래가 보인다.

정의석 (02) 3772-1540  
jes@goodi.com

한범호 (02) 3772-1569  
hanbeomho@goodi.com



## Little China 베트남 주식시장의 붕괴 → Dejavu Korea

Little China라고도 불리웠던 베트남 주식시장의 폭락세가 심상찮다. 심상찮은 정도가 아니라 거의 Panic에 가깝다고 하는 것이 적절할 것이다. 2007년 3월 1,170P에 이르렀던 고점지수에 비하여 무려 70% 가까이 폭락한 시장을 두고서 Panic이라고 하지 않는다면 오히려 그것이 더 이상할런지도 모르겠다. 그런데 더 더욱 이상한 것은 그러한 모습이 우리들의 눈에는 그다지 낯설어 보이지 않는다는 것이다. 마치 일종의 【Dejavu현상】처럼 익숙하게 느껴지는 것은 왜일까?

그것은 아마도 거의 똑같은 성장통을 먼저 겪은 선배로서의 익숙함 때문일 것이다. 1980년대 후반 3低호황의 시기에 글로벌경제에서 주목받는 신생공업국가로서 엄청난 폭등장세를 향유한 바도 있었고, 고속성장과 주식시장의 과속에 따른 부작용으로 지수가 반토막나는 폭락장세를 경험한 적도 있었기에 “그럴 수도 있지.”라는 식으로 비교적 담담하게 베트남주식시장의 폭락세를 지켜보게 되는 여유(?)를 가지게 된 것인지도 모른다. 게다가 우리에게는 아주 익숙한 IMF라는 용어마저 등장하고 있으니 작금에 베트남 주식시장이 걷고 있는 행로가 마치 우리 주식시장의 과거 궤적을 압축해서 그대로 답습하고 있다는 느낌을 강하게 받을 수밖에 없다.

## 중국 주식시장의 미래에 대한 4가지의 시나리오

우리나라 해외펀드시장 명줄의 절반 이상을 쥐락펴락할 만큼 그 비중과 영향력이 커져 버린 중국 주식시장의 행보 역시 베트남 주식시장 만큼은 아니지만 녹록치가 않은 편이다. 베트남이 Little China 라면 중국은 Big Vietnam이라 할 수 있는데, 그래서 그런지는 몰라도 지난해 4/4분기 이후의 행색이 초라하기는 매일반이다. 특히 중국 주식시장의 경우는 그 어느 곳보다 기대가 컸던 곳이기에 실망감은 더 클 수밖에 없고 더불어 향후의 진로에 대해서도 관심이 집중될 수밖에 없다. 높은 관심의 정도 만큼이나 중국 주식시장의 미래에 대한 시각도 비교적 극명하게, 그리고 다양한 Spectrum으로 나누어 지고 있는 편이다. 그러한 시각들은 크게 다음과 같은 4가지 정도로 정리해볼 수 있을 것이다. 이하에서는 이와 같은 시나리오들의 가능성에 대하여 하나하나 살펴보도록 한다.

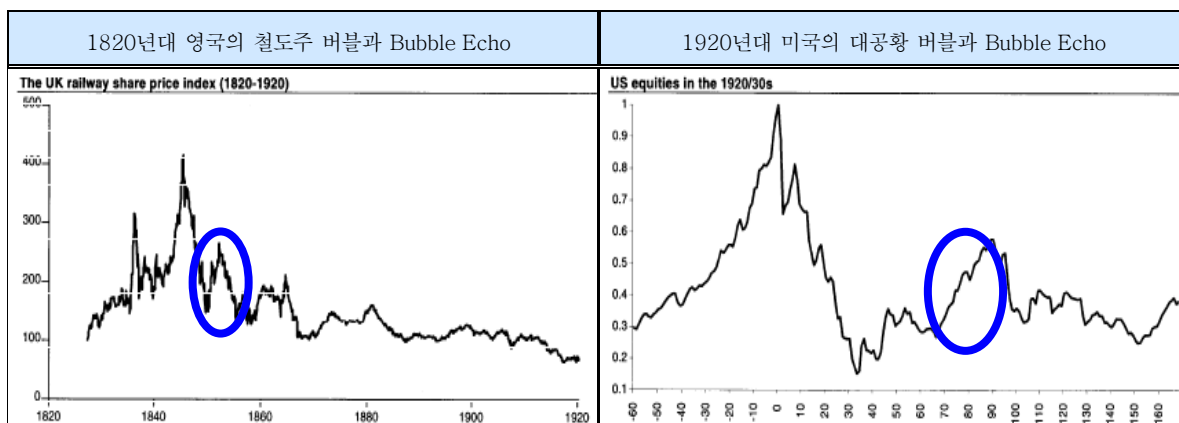
1. 지난 2년 동안 중국 주식시장의 폭발적인 강세는 전형적인 Bubble의 분출에 불과하다는 시각
2. 글로벌경제의 Hegemony이동이라는 관점에서 1960년대 중반이후의 일본증시와 비교하는 시각
3. 50% 내외의 조정에도 불구하고 빠른 회복세를 보였던 1988년 전후의 대만증시와 비교하는 시각
4. 올림픽개최라는 이벤트를 연결고리로 하여 1980년대 후반 이후의 한국증시와 비교하는 시각

### 1. 전형적인 Bubble장세일 경우

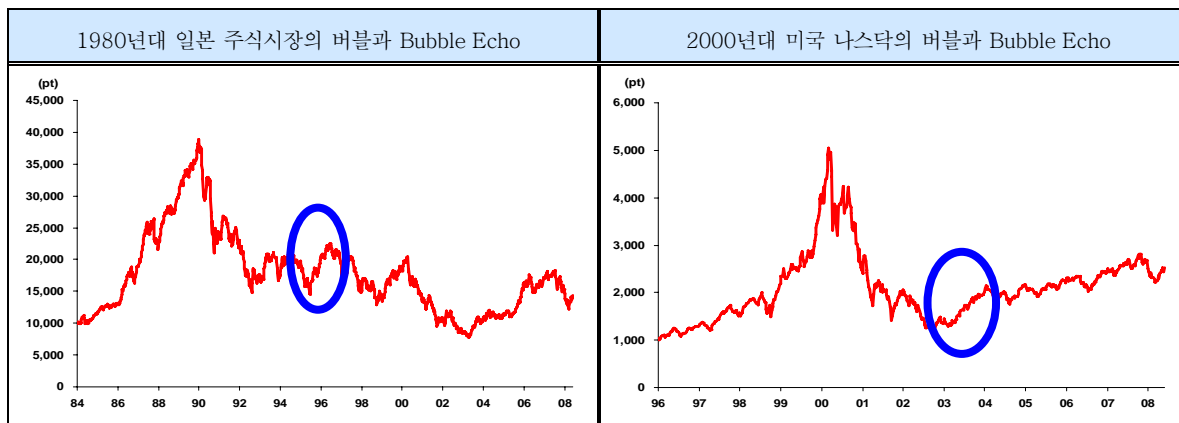
만약 2006년과 2007년에 걸쳐 폭발적인 상승세를 보였던 중국의 주식시장이 1980년대 후반의 일본 주식시장이나 1999년 이후에 목격되었던 미국 나스닥시장의 경우처럼 전형적인 Bubble장세였다면 한마디로 말해서 중국 주식시장의 장미빛 미래는 없다. 오히려 Bubble붕괴 이후의 참담한 고통 내지 고점에서 물린 투자자들에게는 의미없는 기술적 등락만이 남아 있을 뿐이다. 일본 주식시장의 경우 Bubble붕괴 이후 20년이라는 긴 시간의 소요에도 불구하고 아직도 주가는 Bubble장세 고점지수의 절반 근처에도 미치지 못하고 있는 상태이고, 미국의 나스닥시장 역시 10년 가까운 세월이 흘러갔건만 주가수준은 여전히 고점대비 50%가 하락한 수준에서 맴돌고 있을 따름이기 때문이다.

그나마 기대할 것이 있다면 **【Bubble Echo】**다. Bubble Echo는 Dresner Kleinwort Wasserstein의 James Montier에 의해 만들어진 용어인데 Bubble의 붕괴는 한꺼번에 급전직하(急轉直下)하는 형태로 이루어지는 것이 아니라 거의 대부분 새끼Bubble, 즉 Bubble Echo를 수반하는 패턴으로 진행되는 것이다. 쉬운 말로 한다면 Bubble붕괴의 막바지단계에서 나타나는 낙폭과다에 따른 제한된 범위 내의 기술적 반등을 의미하는 것이다. 물론 이러한 반등이 저점에서 주식을 매수한 투자자들에게는 상당히 매력적인 고수익을 안겨줄 수도 있다. 하지만 Bubble의 고점에서 매수하여 물려있는 투자자들에게는 별다른 도움이 되지 않는, 소위 찻잔 속의 태풍에 불과할 뿐이라는 것이 문제다.

◆ Bubble Echo의 역사적인 사례들 ◆



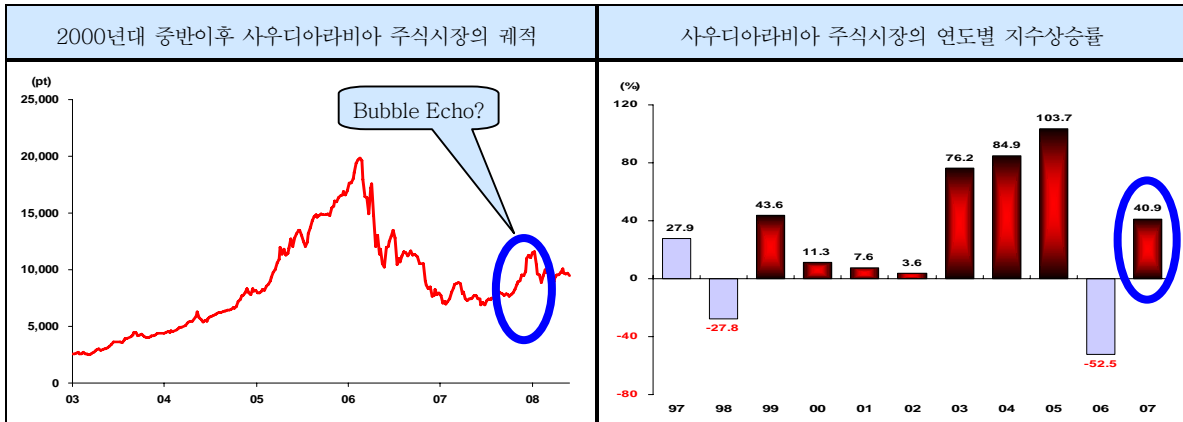
인용 : Dresner Kleinwort Wasserstein



자료 : Bloomberg

흔히 Bubble을 거론할 때는 과거의 역사적 사례들만을 드는 경우들이 대부분이다. Bubble이 진행 중일 때는 그것이 Bubble인지 아닌지를 가려낸다는 것이 쉽지 않은 작업이고, 따라서 당할 만큼 당한 이후에서야 그것이 Bubble이었음을 인정하게끔 되기 때문이다. 이런 관점에서 볼 때 일부에서 일고 있는 중국 주식시장의 Bubble논란과 관련하여 우선적으로 주목을 끄는 곳은 바로 사우디아라비아 주식시장이다. 지난 2~3년간 중국 주식시장을 비롯한 BRICs권 주식시장의 폭발적인 강세에 가려 관심을 끌지는 못했지만, 저점대비 상승률 측면에서는 오히려 BRICs권 주식시장을 압도하였던 사우디아라비아의 주식시장이 근래에 보여주고 있는 궤적은 Bubble붕괴의 논란을 불러 일으키기에 충분하기 때문이다.

◆ 사우디아라비아 주식시장의 궤적과 연도별 지수상승률 ◆



자료 : Bloomberg

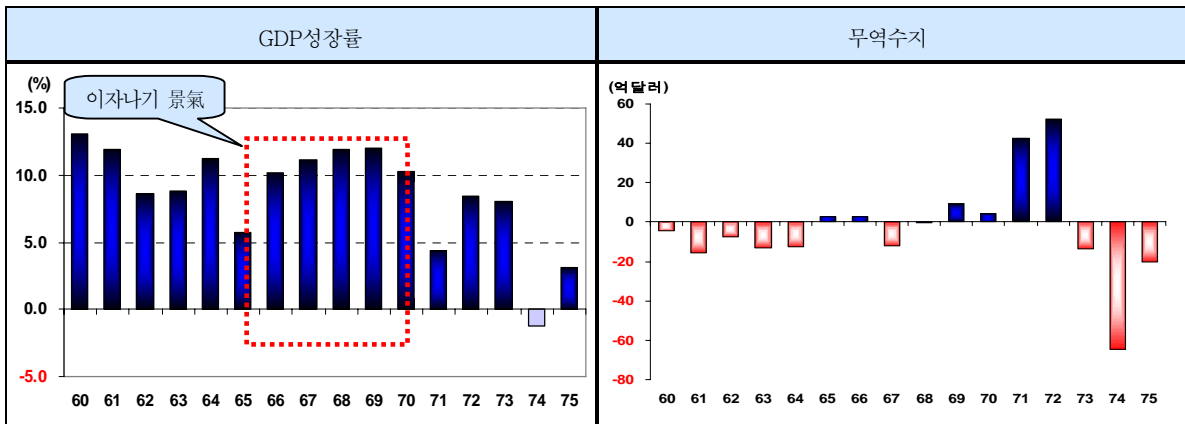
지난 2007년에 기록한 높은 주가상승률을 두고서 일부에서는 사우디아라비아 주식시장의 장미빛 전망을 펼치기도 한다. 하지만 필자가 보기엔 2003년부터 2005년까지의 폭발적인 강세를 통하여 부풀기 시작하였던 주식시장의 Bubble이 2006년에 터지면서 고점에 대비하여 무려 60% 이상 폭락한 것에 대한 Bubble Echo성격의 반등세가 바로 2007년에 저점대비 40% 내외의 상승률로 나타난 것이 아닌가 하는 것이다. 따라서 만약 고점 대비 50% 이상의 하락세를 보이고 있는 중국 주식시장을 전형적인 Bubble장세로 규정하는 쪽으로 입장을 정한다면, 역사적인 Bubble의 사례들과 작금의 사우디아라비아 주식시장이 중국 주식시장에 던져주는 시사점은 아마도 다음과 같은 것이 될 것이다. 즉 “원대한 Vision이나 장미빛 미래를 바라지는 마라. 다만 중단기적으로 Bubble Echo 성격의 반등장세 정도는 기대가능할 것이다.”

2. Global Hegemony이동의 관점에서 1960년대 일본 주식시장과 비교하는 시각의 경우

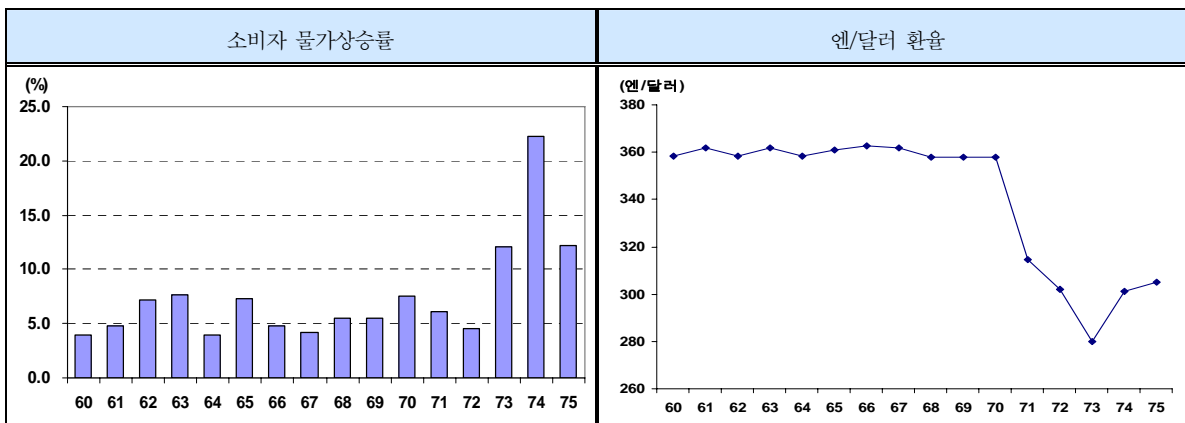
중국 주식시장의 현재를 바라보는 두 번째의 시각은 1960년대 중반의 일본 주식시장과 비교하는 것이다. 즉 1963년 한때 TOPIX지수 기준으로 120p선을 넘나들었던 주식시장이 동경올림픽 개최시점을 전후로 하여 90p선 마저 붕괴되는 등 지금의 중국 주식시장처럼 심각한 하락조정을 겪었지만 이를 극복하고 1980년대에 화려하게 만개하는 시나리오를 그려나가는 시각이다. 이러한 시각의 주된 논거는 육일승천(旭日昇天)하는 국력과시의 매개물로 흔히 활용되곤 하는 올림픽 개최라는 주요 Event의 발생과 더불어, Global경제의 Hegemony를 다룰 수 있는 새로운 경제권의 출현이라는 두 가지의 역사적 유사성이다.

일단 일본의 경우 올림픽 개최년도였던 1964년 이전의 수년 동안 평균 10% 이상의 고도성장세를 구가하였다는 점, 당시를 즈음하여 경제의 성장동력이 투자로부터 소비로 옮겨가기 시작하였다는 점, 그리고 올림픽 개최 직전년도에 활황세를 보였던 주식시장이 올림픽 개최년도에 접어들어서는 침체를 면치 못하였다는 점 등에서 상당한 유사성을 보여주고 있는 것은 사실이다. 더불어 전후의 피해상황을 극복, 짧은 시간 내에 엄청난 고도성장을 이루어내면서 Global경제의 Hegemony를 다룰 만한 경제로 새롭게 부각되었다는 점에서도 Pax Sinica로 주목받고 있는 지금의 중국경제와 비슷하기는 하다.

◆ 1964년 동경올림픽 개최전후의 일본 GDP성장률과 경상수지 동향 ◆



◆ 1964년 동경올림픽 개최전후의 일본 소비자 물가상승률과 환율의 동향 ◆

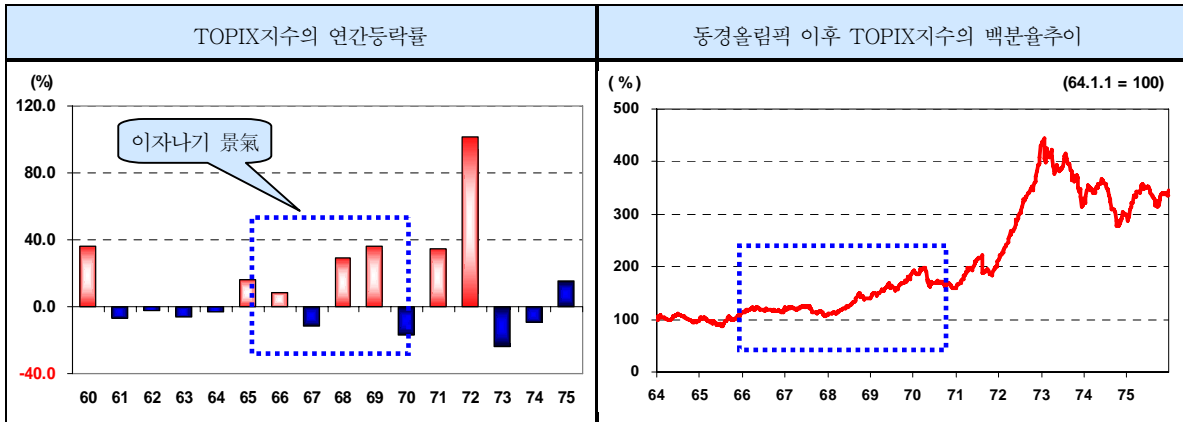


자료 : Bloomberg

그러나 주요한 거시경제변수들의 흐름을 찬찬히 살펴보면 지금의 중국 상황과 상당한 차이를 보이는 점들이 많다. 우선 무역수지의 동향이 그러하다. 작금의 중국은 무역수지의 흑자행진을 통하여 엄청난 외환보유고를 쌓아가고 있는 반면, 1964년 전후의 일본 무역수지는 적자 내지는 균형을 맞추는 정도에 불과하였다. 그에 따른 당연한 결과이기도 하겠지만 급속한 절상추세를 보이고 있는 근래의 위안화 가치에 비하여 당시 일본 엔화의 가치는 거의 변동이 없는 안정적인 흐름을 이어갔다는 것도 차이점이다. 더 나아가 최근 중국경제의 최대 불안요인으로 부각되고 있는 물가의 측면에서도 차이점은 발견되고 있다. 올림픽 개최년도였던 1964년의 소비자 물가수준이 직전년도에 비하여 오히려 하향 안정세를 보였다는 것이다. 물론 1965년에 다시 물가가 상승하기는 하였지만 그 이후의 수년 동안 물가가 상당히 안정적인 수준을 유지해 나갔다는 사실도 주목할 만하다.

무엇보다 가장 큰 차이점은 바로 관심의 핵심인 주식시장의 흐름, 즉 주가의 동향이다. 다음에서 보 다시피 1964년의 동경올림픽을 전후로 한 1960년대의 10여 년 동안에 근래의 중국 주식시장이 보여 주었던 것과 같은 드라마틱한 어떠한 급변동도 발견되지 않고 있다는 것이다. 연 70~80%의 급등도, 고점대비 50% 이상 떨어지는 급락도 없었다. 다만 밋밋하기 짝이 없는, 그렇고 그런 장기박스권의 시장에 불과한 것이 1960년대의 일본 주식시장이었다.

◆ 1964년 동경올림픽 개최전후의 일본 동경주식시장 TOPIX지수의 연간등락률과 지수의 백분율추이 ◆



자료 : Bloomberg

1960년대 후반부, 즉 1965년 11월부터 1970년 7월까지의 57개월은, 소위 【이어나기 景氣】라고 지칭되는, 전후 최장기에 걸친 최고의 경기호황기였다. 1950년대 후반 흑백 TV와 세탁기 그리고 냉장고로 이루어진 三種의 新器에 이어 1960년 후반에는 자동차, 에어컨, Color TV가 일반 가정에 보급되면서 세상에 물건이 넘쳐흐르고 사람들은 물질적인 충만함으로 행복감을 얻었던 소비의 시대라고들 한다. 지금의 중국에 그런 과정이 진행되고 있는 것처럼 말이다. 그리고 이와 같은 소비시대의 도래가 중국 주식시장의 미래에 대한 원대한 희망의 제시와 더불어, 1960년대의 일본 주식시장과 비교하게끔 만드는 주요한 논거로 부각되고 있다. 하지만 Irony하게도 【이어나기 景氣】 동안, 특히 초중반까지의 일본 주식시장은 정말 따분하고 재미없는 시장이었다고 볼 수 있다. 그나마 건질 게 있다면 중반부인 68년과 69년에 다소 가파른 상승세를 보였을 따름이다. 그러나 그래 봐야 올림픽 개최년도인 1964년에 대비하여 100% 정도 상승한 것에 불과할 정도이다.

◆ 이어나기 景氣 동안의 일본경제 주요 지표들의 동향 ◆

GDP성장률(연평균)	기업경상이익 증가율(연평균)	소비자물가	지가	근로자임금	실업률
11.5%	30.2%	27.4%	9.5%	79.2%	1.0~1.6%

주 : 소비자물가, 지가, 근로자임금, 실업률은 이어나기 景氣 동안의 상승률

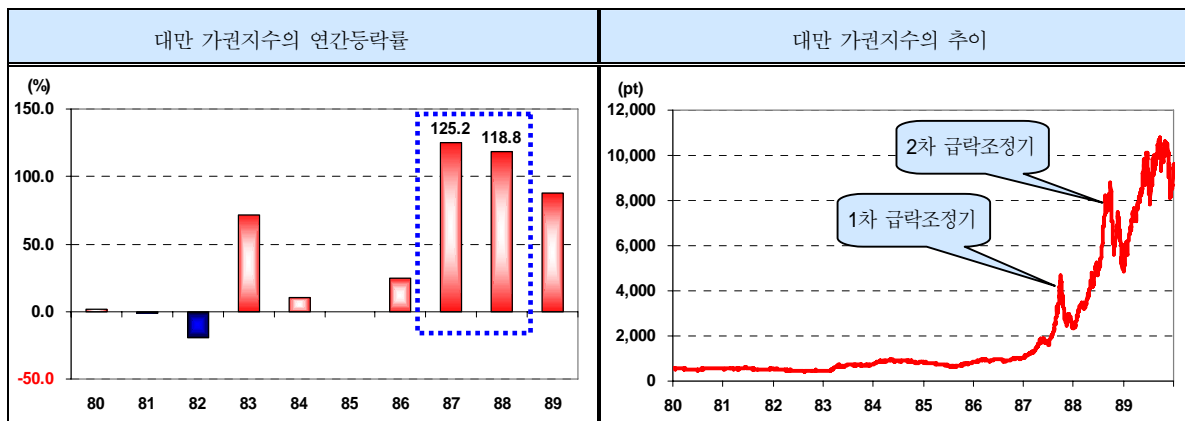
따라서 만약 중국경제의 향후 진로가 1964년 동경올림픽 이후에 전개되었던 일본의 이어나기 景氣를 따라갈 수 있다는 시나리오를 인정한다면 치더라도, 주식투자자들의 입장에서는 커다란 함정이 남아 있는 셈이라고 볼 수 있다. 즉 그간의 관례를 감안할 때 중국 주식시장이라는 Emerging Market에 투자하면서 기대하는 수익률은 필경 연 40~50% 이상이 될 것이지만 실제 동경올림픽 이후 일본 주식시장이 보여주었던 투자수익률은 연 20%에도 미치지 못하는 것이었고, 그나마도 초중반의 3~4년간은 지루하기 짝이 없는 시간과의 싸움이었기 때문이다. 주지하다시피 일본 주식시장의 본격적인 상승기는 1980년대의 10년간이다. 결론적으로 말해서 현재의 중국을 1960년대의 일본사례와 비교하면서 원대한 꿈(?)을 파는 시나리오는 GDP성장률이나 소비경제의 본격적인 부각 등에만 초점이 맞추어졌을 뿐 가장 기본적이면서 실질적으로 가장 중요한 주식시장의 구체적인 흐름은 간과하고 있다는 판정을 면키 어려운 것 같다.

더 나아가 만약 1980년대의 버블장세에서 일본 주식시장이 보여주었던 화려한 행로를 중국 주식시장의 미래로 대입(代入)시키려고 한다면, 작금에 이루어지는 중국 주식시장에 대한 투자성과의 과실(果實)은 당대가 아닌 다음 대에서나 기대가능하다고 말하는 것이 훨씬 합리적인 태도가 아닌가 싶다.

### 3. 빠른 회복세를 보였던 1988년 전후의 대만증시와 비교하는 시각

1980년대 후반부에 보여주었던 대만 주식시장의 행로 역시 향후의 중국 주식시장 진로와 관련하여 관심을 끌기에 충분하다. 대만 주식시장의 경우 1987년과 1988년의 2년 연속 연 100%를 넘는 폭발적인 강세를 보였다는 점에서 뿐만 아니라, 두 차례나 고점 대비 50%에 가까운 급격한 조정을 겪은 이후에도 거뜰하게 상승추세로의 복원이 이루어졌다는 점에서 작금의 중국 주식시장과 비교됨은 물론 향후 진로에 대한 비전제시의 모델이 될 만하다.

◆ 대만 주식시장의 1980년대 연간등락률 및 추이 ◆



자료 : Bloomberg

1987년과 1988년 연 100%를 넘어서는 대만 주식시장의 초강세는 위에 나오는 그래프의 오른 편에서 보다시피 중간 과정에서 고점대비 50%에 육박하는 급락세를 극복하면서 이루어진 것인 만큼, 급락장세 당시의 상황에 대한 점검을 통하여 현재 고점에 대비하여 50% 이상의 폭락세를 보이고 있는 중국 주식시장의 미래를 논의함에 있어 나름대로의 Hint를 얻을 수 있을 지도 모를 일이다.

◆ 1987년과 1988년 대만 주식시장 급락장세의 하락률과 급락의 원인 ◆

구분	고점지수(일자)	저점지수(일자)	하락률(%)	급락의 원인
1987년	4,673.14(87.10.01)	2,339.80(87.12.30)	49.93	● Black Monday에 따른 동반하락양상
1988년	8,789.78(88.09.24)	4,873.18(89.01.05)	44.56	● 주식양도차익과세 방침에 따른 충격

먼저 1987년에 있었던 조정장세의 경우, 1986년 1월초 882.95p에 불과하였던 지수가 1987년 10월초 4,673.14p에 이르기까지 400% 이상 급등한 것에 대한 부담도 부담이었지만 그보다는 Black Monday로 대변(代辦)되는 글로벌 주식시장 전반의 급락으로부터 야기된 폭락장세였다. 당시 미국의 다우지수가 단기간에 30% 이상의 급락세를 보이는 가운데 홍콩의 항셱지수도 대만의 가권지수와 거의 비슷한 49.52%의 하락률을 기록하는 등 글로벌 주식시장 전반이 큰 홍역을 치렀던 시기였다. 하지만 비교적 짧은 시간 내에 미국 주식시장을 비롯한 글로벌 주식시장이 안정세를 보이자 3개월 동안의 급락조정 이후 빠르게 상승추세로의 복원이 이루어졌던 것이 1987년의 대만 주식시장이었다. 결론적으로 1987년의 폭락장세는 대만 주식시장 내부의 문제나 모순보다는 외부로부터의 충격이 조정의 근본원인이었고 외부의 충격이 진정되자 재빠르게 추세의 복원이 이루어졌다고 볼 수 있는 것이다.

반면 1988년 4/4분기의 급락장세는 대만 주식시장 내부의 돌발악재로 인하여 빚어졌다고 볼 수 있다. 1988년 9월 24일에 기습적으로 발표된 【주식 양도차익과세 방침】은, 과거 우리 주식시장이 주식 양도차익과세설이 나돌 때마다 소위 경기(驚氣)를 일으켰던 것처럼, 대만 주식시장에도 메가톤級의 돌발악재로 인식되면서 고점대비 50%에 육박하는 폭락세를 유발시켰던 것이다. 당초 1989년 1월부터 과세를 할 예정이었지만 주식시장의 폭락세로 말미암아 결국 주식양도차익의 과세방침은 후퇴할 수밖에 없었다. 예상치 못했던 돌발악재가 소멸되자 3개월 만에 재빠르게 본래의 상승추세로 복원되었던 것이 1988년의 조정장세였다. 참고로 대만 주식시장의 경우, 우리와 마찬가지로, 상장주식에 대해서는 지금까지 비과세 정책을 고수하고 있다.

1987년과 1988년에 연이어 목격되고 있는 대만 주식시장의 역동적인 상승추세 회복의 패턴이 지금의 중국 주식시장에 큰 희망을 주는 비교사례가 될 수도 있을 것이다. 하지만 다음과 같은 몇 가지 이유들을 감안할 때 그 가능성은 그다지 높지 않을 것이라는 판단을 내릴 수밖에 없다. 우선 첫 번째 1988년에 있었던 주식 양도차익의 과세라는 해프닝도 결국엔 주식시장의 과열을 식히기 위한 긴축조치의 일환이었다고 볼 수 있는데, 주식시장이 폭락세를 보이자 이러한 긴축조치가 철회되면서 빠른 시간 내에 주식시장의 복원이 가능하였다. 하지만 지금의 중국 주식시장은 이와 유사한 형태의 돌발적인 긴축조치 때문에 폭락한 것도 아닐 뿐더러 철회를 통하여 주식시장에 강력한 상승모멘텀을 제공할 만한 긴축조치가 취해진 것도 없다. 따라서 1988년의 사례는 비교의 대상이 될 수 없다. 다만 그와 유사한 조치를 굳이 찾는다면 『非유통주 유통화계획의 완전 백지화』 정도인데 이미 한 번 연기한 전례가 있기 때문에 또다시 정책을 철회할 수 있는 여지는 그다지 높지 않다고 판단된다. 물론 부분적으로 시행의 시기와 양을 조절할 수는 있겠지만 그 정도만으로는 시장 전체에 강력한 상승모멘텀이 되기는 힘들 것으로 보인다.

두 번째는 물가상승률의 차이다. 다음 부분에서 적시하겠지만 1987~88년 당시의 대만경제는 높은 경제성장률에도 불구하고 물가상승률은 연 2% 내외에서 억제되는 등 상당히 안정적인 모습이어서 전형적인 Goldilocks 경제의 시대였다고 볼 수 있다. 하지만 근래의 중국경제는 전혀 그렇지 못하다는 결정적인 차이가 존재하고 있다. 치솟는 물가가 고도성장의 지속을 가로막는 최대의 장애물로 등장하고 있는 상황이다. 더 나아가 물가불안이 사회적 불안으로까지 이어질 수 있는 중차대한 국면에 처해 있다.



세 번째는 글로벌 경제환경의 차이다. 1987년과 1988년에 걸쳐 국제유가(WTI기준)의 수준은 15~20\$ 사이의 박스권에서 하향안정화되는 양상이었고 따라서 글로벌경제가 인플레이의 공포에 떠는 지금과 같은 불안한 국면과는 거리가 먼 시기였다. 글로벌 금리의 수준 역시 전반적으로 안정적이었다고 평가되는 시기였다고 볼 수 있다. 1980년대 초중반까지 이어졌던 10%를 넘나드는 글로벌 고금리시대가 막을 내리고 한자리 수 금리의 여유로움을 즐겼던 시대가 1980년대 후반이었기 때문이다.

네 번째는 조정기간의 차이다. 주가의 속성장 하락조정 폭이 크면 클수록, 그리고 하락조정의 기간이 길어지면 길어질수록 상승추세로의 복원이 상대적으로 어려워지고 더디게 이루어질 확률이 높아질 수밖에 없다. 1987년과 1988년 대만 주식시장의 경우 고점대비 50%에 가까운 조정이 전개된 기간이 Calendar Base로 모두 단 3개월에 불과하였다. 그리고는 전형적인 추세반전의 모습인 V자형의 패턴을 보이면서 빠른 속도로 상승추세로의 복원이 이루어지는 양상이었다. 하지만 지금 중국 주식시장의 조정은 그러한 모습과는 상당히 다른 양상으로 전개되고 있다. 하락조정의 기간이 이미 8개월째로 접어들고 있기 때문이다.

결론적으로 말해서 향후의 중국 주식시장에 대한 진로를 1987년과 1988년의 대만 주식시장과 비교하는 시각은 지나치게 낙관적이어서 단지 하나의 희망사항에 불과하다는 평가를 내릴 수밖에 없다.

#### 4. 올림픽개최라는 이벤트를 연결고리로 하여 1980년대 후반의 한국증시와 비교하는 시각

놀라운 고도성장세를 보이면서 글로벌경제를 깜짝 놀라게 하는 Emerging Market를 대변하는 21세기의 대표적인 용어가 【BRICs】라면 20세기의 용어는 무엇이였을까? 지금의 BRICs라는 용어처럼 20세기 후반부 글로벌경제를 풍미하였던, 떠오르는 Emerging Market의 상징어는 바로 【NICS】 내지는 【NIES】라는 것이었다. 1980년대에는 Newly Industrializing Countries로 통용되다가 이후에는 Newly Industrialized Economies로 바뀌어 사용된 용어이다. 이러한 NIES의 중심에 아시아의 『네마리 龍』으로 지칭되면서 글로벌경제의 Spotlight를 받았던 나라들이 있었으니 바로 한국과 대만, 그리고 홍콩과 싱가포르였다. 그 중에서도 한국과 대만이 1980년대 후반부에 보여주었던 높은 경제성장률과 주식시장의 활황세는 근래 3~4년 동안 BRICs국가들이 기록한 고도성장률과 폭발적인 강세를 앞섰으면 앞섰지 결코 뒤지지 않는 것이었다.

특히 당시에 외국인들의 시각에서 볼 때 한국이라는 나라가 전쟁이라는 폐허를 딛고 짧은 기간에 이룩한 놀라운 경제성장은 아마도 경이로움 그 자체였을 것이다. 지금 글로벌경제가 BRICs국가들의 놀라운 경제성장에 주목하면서 깊은 관심을 보이고 있는 것처럼 말이다. 2000년대의 상해를 보고서 그 발전의 속도에 놀라는 것이나 1980년대의 서울을 보고 놀랐던 것이나 그 놀라움의 정도는 아마도 거의 매일반이 아니었을까? 덩치의 차이를 제외하고는 말이다.

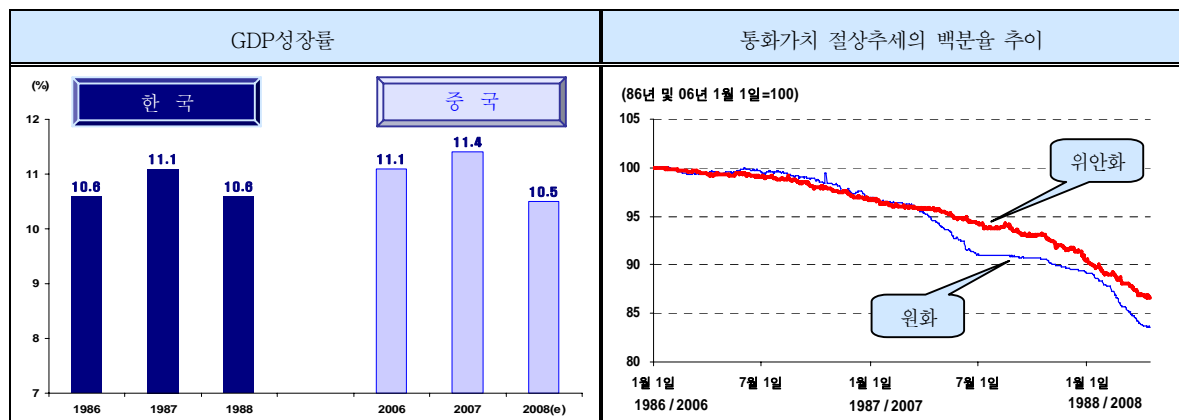
◆ 1980년대 후반 한국과 대만의 주요 거시경제지표 ◆

구분	GDP성장률(%)		물가상승률(%)		환율변동추이		환율변동률(%)	
	한국	대만	한국	대만	한국(원)	대만(대만\$)	한국	대만
1986	10.6	11.5	1.4	2.6	865.20	35.66	-3.06	-10.67
1987	11.1	12.6	6.1	1.9	795.90	28.60	-8.01	-19.80
1988	10.6	8.0	7.2	1.1	687.40	28.24	-13.63	-1.26
1989	6.7	8.4	5.1	3.1	681.40	26.16	-0.87	-7.37
1990	9.2	5.7	9.4	4.6	719.20	27.11	5.55	3.64

자료 : IMF 'WEO' Data, 물가상승률은 2000년 기준가격으로 변환, 환율은 연말종가 기준

작금에 중국경제가 보여주고 있는 연 10%를 넘어서는 높은 경제성장률의 모습도 1980년대 후반의 한국경제에서는 매우 익숙한 것이었고, Hot Money의 유입가능성이 거론되는 가운데 통화 가치가 지속적으로 절상되는 흐름 역시 결코 낯설지 않는 모양새였다. 특히 1980년대 후반 한국경제의 최고 절정기였던 1986년부터 1988년까지의 3년 동안과, 중국주식시장이 글로벌경제의 관심을 끌면서 본격적인 상승흐름을 탔던 2006년부터 2008년 현재까지 3년 동안의 경제성장률과 통화가치의 흐름을 비교해보게 되면 거의 완벽한 닮은 꼴이다.

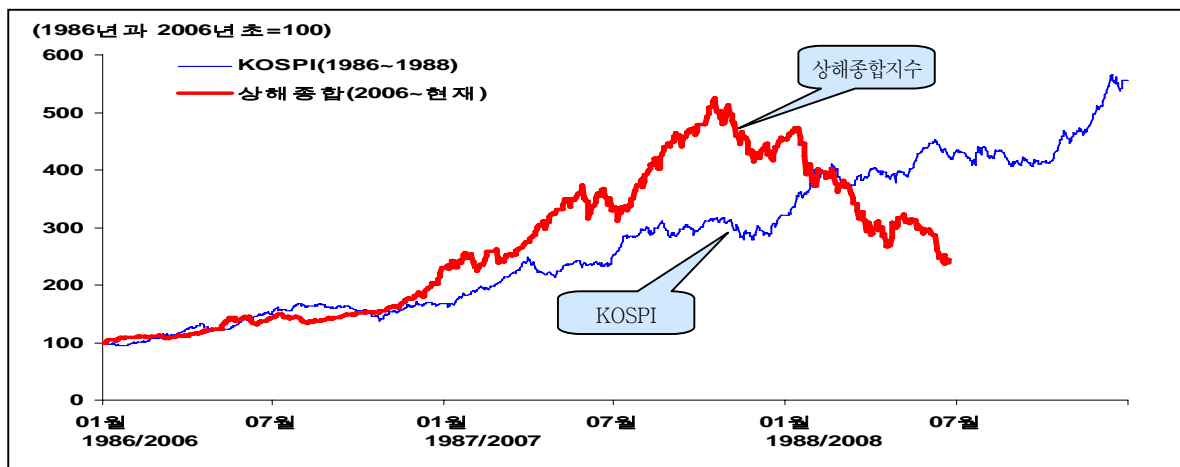
◆ 1980년대 후반의 한국과 2000년대 후반의 중국 ◆



자료 : Bloomberg

비교기간 동안의 주식시장 흐름 역시 유사한 궤적을 그려가고 있다는 판단을 내리기에 충분하다. 다음의 그래프에서 보다시피 한국 주식시장의 경우 1986년부터 1988년까지 3년 동안 【455.3%】 상승하였다. 반면 중국 주식시장은 2006년 연초에 대비하여 최고치를 기록한 2007년 10월 16일에 이르기까지 【424.7%】의 상승률을 기록하였다. 거의 비슷한 수익률이다. 차이가 있다면 중국 주식시장이 보다 압축된 기간 내에 고점을 터치한 이후 하락세로 반전되었다는 것이다.

◆ 비교기간 동안의 한국과 중국 주식시장의 수익률 추이 ◆



자료 : Bloomberg

### Big Vietnam 차이나 주식시장의 향후 진로 → Again Korea

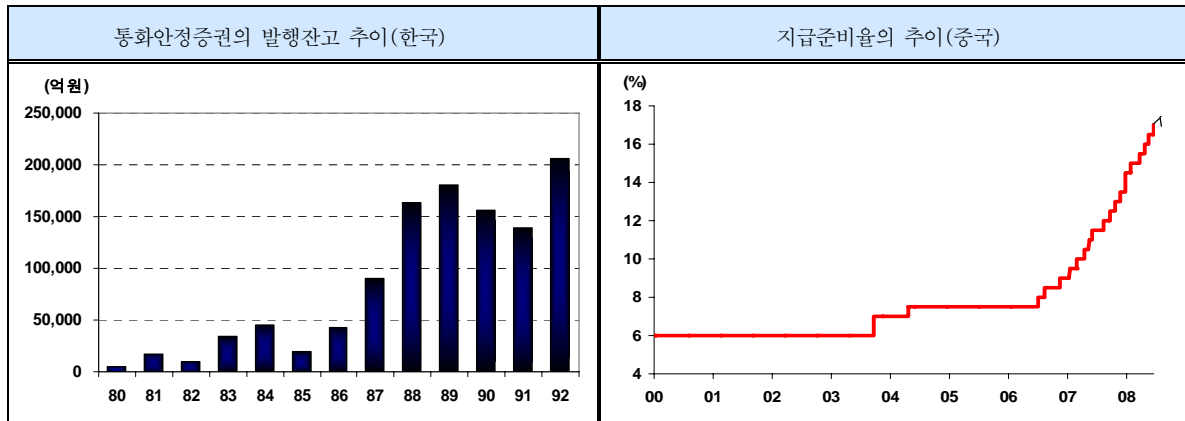
지난해 이후 중국 주식시장의 상승을 가로막는 장애물들로 거론되고 있는 중요한 변수들의 내용 역시 우리들에게는 결코 낯설게 느껴지지 않는다. 고도성장세의 둔화조짐, 물가불안에 따른 통화긴축의 우려, 무리한 IPO에 따른 물량부담, 非유통주의 유통화에 따른 수급불균형, 그리고 주가가 하락하면 정부에 증시부양을 요구하는 것이 당연한 것처럼 치부되는 사회적 행태 등은 1980년대 후반부 대세 상승이 마무리된 이후 우리 주식시장에 봐왔던 모습의 완벽한 복사판에 가깝다. 『Dejavu Korea, Again Korea』라 하더라도 무방하리 만큼 우리의 주식시장이 성장과정에서 겪었던 시행착오들이 현재의 중국 주식시장에서 고스란히 전개되고 있는 것이다. 게다가 1987년의 Black Monday 및 2007년의 Sub-Prime사태와 같은 글로벌 금융위기의 파장마저 빚겨갈 수 있는 폐쇄된 자본시장도 그렇고, 고도성장기의 경제체제가 시장경제와 계획경제의 혼합형태라는 점 등도 닮은 꼴이다. 그렇다면 지대한 관심을 모으고 있는 중국 주식시장의 미래에 대한 Hint 내지 Tip을 얻고 싶다면 그 무엇보다도 한국 주식시장의 지난 역사부터 찬찬히 살펴보는 것이 나름대로의 도움이 되리라는 것이 필자의 판단이다.

#### (1) 물가불안과 통화긴축, 그리고 주식시장

1989년 이후의 한국 주식시장에 중요한 결림돌 중의 하나로 등장한 것은 바로 심각한 물가불안을 잡기 위한 통화긴축이었다. 성장률의 둔화보다 통화긴축이 주식시장의 입장에서는 더 큰 악재였다. 통계분석에 따르면 경제성장률과 주식시장 성과와의 사이에는 특별한 관계가 없는 것으로 나오기 때문에 성장의 둔화가 반드시 주식시장의 침체를 의미하는 것은 아니다. 문제는 과도한 고도성장으로부터 비롯되기 쉬운 물가불안을 잡기 위한 통화긴축이었다. 1989년 이후의 우리 주식시장이 그러하였다. 【통화안정증권】의 발행여부는 당시 우리시장의 반동을 억눌렀던 결정적인 변수 중의 하나였다.

물론 장세가 막바지에 강하게 불타 오를 때는 이러한 통화긴축이 큰 문제가 되지 않는다. 하지만 긴축이 거듭되면서 그 효과가 누적되고 시장의 상승기조가 흔들리기 시작하면 반드시 장세의 하락을 부추기는 부담이 되어 돌아온다. 이 같은 메커니즘은 지급준비율의 연이은 인상을 통하여 시중에 공급되는 통화의 양을 최고 있는 지금의 중국 주식시장에도 그대로 작동되고 있다.

◆ 1980~90년대 한국의 통화안정증권 발행잔고와 2000년대 중국의 지급준비율 추이 ◆

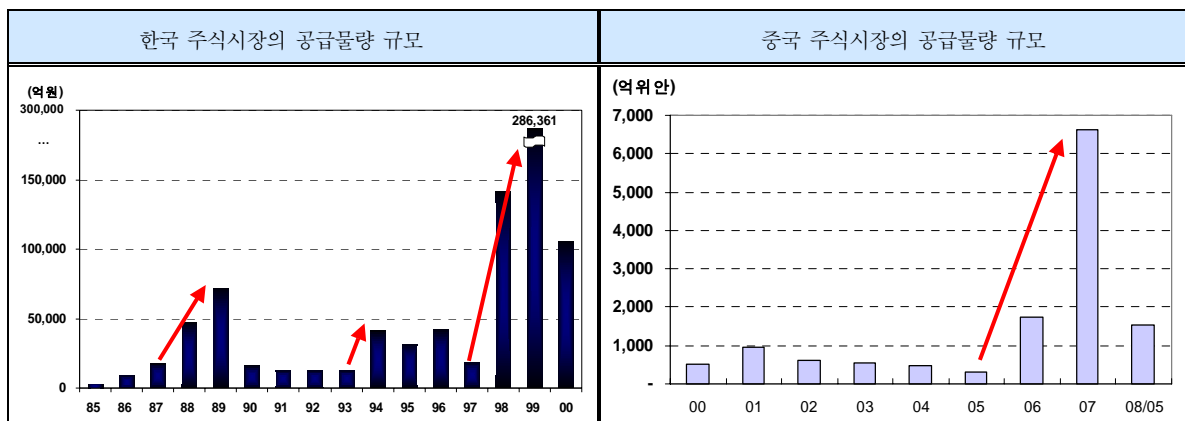


자료 : Bloomberg, 한국증권선물거래소

## (2) 급증하는 물량에 따른 수급부담의 몫

태동기를 거쳐 성장기로 진입한 Emerging국가들의 자본시장이 거의 예외없이 붕착하게 되는 단골 장벽은 바로 과도한 물량공급에 따른 수급균형의 붕괴다. 1989년 이후의 우리 주식시장이 그러하였고 지금의 베트남시장은 말할 것도 없으며, 중국 역시 예외가 되지 못하고 있다. 20세기 이전의 우리 주식시장을 500~1,000p사이의 장기박스권을 벗어나지 못하는 시장으로 비하할 수밖에 없었던 결정적인 이유도 바로 시장이 될 만하면 예외없이 쏟아져 나오는 과도한 물량공급이었다. 1990년과 1995년, 그리고 2000년의 폭락장세 모두 폭락의 중요한 배경 중 하나는 쏟아져 나온 물량부담의 후유증 때문이었다. 아무리 멧집이 좋다고 하더라도 거듭되는 단매에 버틸 수 있는 장사는 없는 법이다.

◆ 1980년대의 한국 주식시장과 2000년대의 중국 주식시장 공급물량 규모 ◆



자료 : 한국증권선물거래소

자료 : CEIC

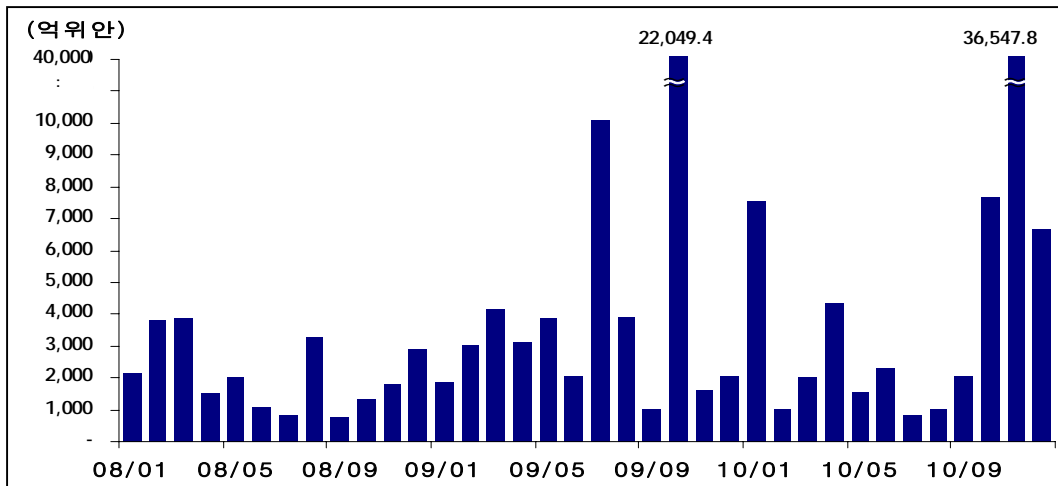
**(3) 非유통주의 유통화 문제**

사실 중국 주식시장 붕괴의 가장 본질적인 원인이 경제성장률의 둔화와 기업실적의 악화 가능성 등과 같은 Fundamental상의 문제나, 통화긴축 등과 같은 수요 측면상의 문제에 있는 것은 아니라고 판단된다. 물론 어느 정도의 영향은 미쳤겠지만 Minor Factor에 불과한 것이지, Major Factor는 아니라는 것이다. 앞에서 언급한 것처럼 시장 활황기를 틈타 연이어 이루어졌던 대형IPO와 무분별한 증자에 따른 공급물량의 급증이 초래한 수급구조의 붕괴가 1차 원인이라고 볼 수 있고, 결정적인 Counter Punch를 날린 것은 바로 非유통주의 유통화 계획이다. 주지하다시피 非유통주의 유통화 계획은 2000년대 초반에 실시하려 했지만 주식시장의 폭락을 초래하는 바람에 이미 한번 연기되었다 이번에 다시 실행되는 것이다.

중국 주식시장의 입장에서 非유통주의 문제는 최대의 【명예】다. 국가가 기업들을 소유하는 사회주의 경제체제로부터 민간의 보유로 넘기는 시장경제 내지는 자본주의 경제체제로 나아가기 위해서 반드시 풀고 넘어가야 하는 문제이기 때문이다. 즉 중국경제의 脫사회주의 내지는 자본주의화는 非유통주의 유통화를 통해 완성의 단계로 접근하게 되는 것이다. 한마디로 말해서 자본주의화의 과정에서 필히 극복해야만 하는 최대의 성장통이라고 할 수 있다. 그리고 냉정하게 말해서 非유통주의 유통화, 즉 시장화가 이루어지지 않은 상태에서 내려지는 중국 주식시장의 시장가치에 대한 Valuation은 반쪽 짜리에 불과한 것이라 볼 수도 있다.

80년대의 한국 주식시장을 지켜보았던 이들은 아마 1988년 6월의 악몽을 잊지 않고 있을 것이다. 거칠 것 없는 파죽지세의 상승세를 거듭하였던 것으로 알려져 있는 1986년~88년의 한국 주식시장에서 악몽이라니? 포항제철(지금의 POSCO)의 정부지분이 국민주의 보급이라는 이름으로 시장에 출회되었던 시기가 바로 1988년 6월이었다. 대망의 88올림픽을 불과 3개월 여 앞둔 시점이었다. 그때 이후 시장은 올림픽개최 직전인 8월말까지 지루한 하락조정의 국면을 면치 못하였다. 이는 거대한 정부지분 물량의 출회에 대해서 시장이 얼마나 민감하게 반영하는가를 보여주는 대표적인 사례일 뿐이다.

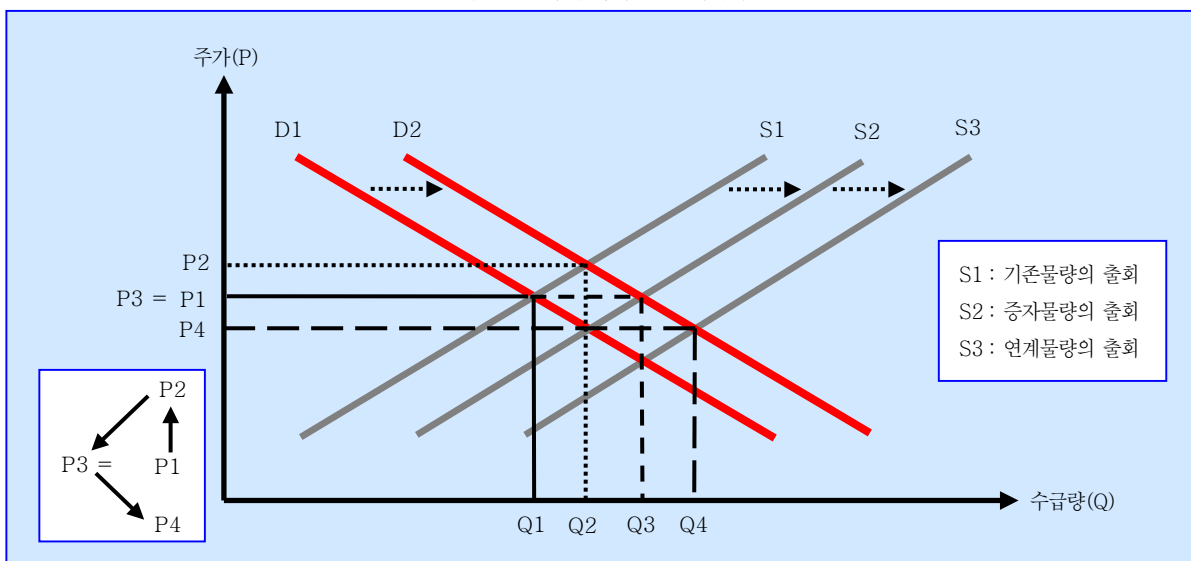
◆ 중국 주식시장 非유통주의 유통화 계획일정 ◆



자료인용 : '중국증시 핫 이슈 : 비유통주 개혁', 굿모닝신한증권, 최창호

비유통주의 문제로 수급의 압박을 받고 있는 중국 주식시장을 보고 있노라면 수급불균형으로 인하여 처절하게 망가져갔던 1999~2000년 코스닥시장의 악몽이 뇌리를 스쳐갈 수밖에 없다. 당시에 필자는 코스닥시장의 수급구조 붕괴를 경제학의 가장 기본이라고 할 수 있는 수요와 공급곡선을 인용하여 아래와 같이 설명한 적이 있었다. 즉 수요의 증가(D1→D2)가 주가의 한 단계 상승(P1→P2)을 가져오지만, 그에 그치지 않고 계속적으로 구조적인 물량공급(S1→S2→S3)이 발생하게 되면 주가는 하락(P2→P3→P4)할 수밖에 없다는 지극히 단순한 사실의 지적이었다. 당시의 자료에서 사용한 바 있었던 아래의 그림에서 『연계물량의 출회』를 『非유통주 물량의 출회』로 바꾸면 아마도 지금의 중국 주식시장을 설명하기에 딱 좋은 그림이 될 것이다.

◆ 수급구조와 주가의 결정 메커니즘 ◆



주식시장의 하락조정이 쉽게 마무리되지 않는다면 필경 비유통주의 유통화 계획에 대한 연기 내지는 수정조치가 이루어질 것이다. 그리고 그러한 조치를 Momentum삼아 탄력적인 반등의 장세가 연출될 여지는 충분하다. 하지만 그것은 미봉책에 불과하다. 어차피 중국 주식시장의 완전한 자본주의화를 위해서는 무한정 이연할 수 없는 것이 비유통주의 유통화 계획이기 때문이다. 중국이 온전한 자본주의의 내지는 완전한 시장경제를 중도에 포기한다면 몰라도.

**(4) 정치·사회적 난제들**

중국경제를 말할 때 흔히 거대한 소비층의 매력이 단골 메뉴로 등장하곤 한다. 경제성장을 통하여 소득이 늘어나고 그에 따라 구매력이 증가한 엄청난 중산층의 등장은 누가 뭐라 하더라도 분명 중국에 대한 매력적인 투자誘因이다. 하지만 그와 동시에 인간이란 존재가 배 부르고 등 따스워지면 그 다음에는 자유를 갈망하게 되는 존재라는 사실이 초래할 수 있는 파장도 한번쯤 생각해볼 필요가 있을 것이다. 1980년대의 한국이 그러했다. 거의 1당 독재에 가까운 정치체제下에서 국민 대다수가 오로지 경제성장만을 위하여 매진하였고 그 결과 국부는 축적되고 국민 개개인은 먹고 살 만 하게 되었다.

그리고 나서 등장한 것이 민주화에 대한 욕구였고, 근로자의 권익신장을 위한 노사분규의 상시적 발생이었다. 순수하게 경제학적 관점에서 볼 때는 사회적 비용의 발생이고, 기업들의 입장에서는 Cost의 추가 출혈이다. 그러나 주식시장의 입장에서는 썩 반감지 않은 현상이다. 한국 주식시장은 이와 같은 비용들을 모두 지불하면서 현재의 단계로까지 올라온 것인 반면, 중국을 비롯한 BRICs국가들은 그 놀라운 성장잠재력에도 불구하고 아직은 그와 같은 정치·사회적 비용을 치른 상태는 아니다. 近者에 있었던 티베트사태가 그 같은 정치·사회적 비용발생의 단초(端初)일 수도 있다고 말한다면 지나친 비약이 될런지?

아래의 표는 “한국 증시의 역사를 보면 중국 증시의 미래가 보인다.”는 시각을 가지고서 필자 나름대로 정리해본 양국 주식시장의 역사적 유사성이다.

◆ 1980년대의 한국과 2000년대 중국의 역사적 유사점 ◆

구 분	1980년대 후반의 한국 주식시장	2000년대 후반의 중국 주식시장
① 경제환경 (상승기)  (하락기)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 연 10%이상의 높은 GDP성장률</li> <li>● 낮은 물가상승률</li> <li>● 안정된 금리와 유가 (3低호황)</li> <li>● Hot Money의 유입</li> <li>● 글로벌 금융불안 (Black Monday)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 연 10%이상의 GDP성장률</li> <li>● 낮은 물가상승률</li> <li>● 상대적으로 높은 금리와 유가</li> <li>● Hot Money의 유입</li> <li>● 글로벌 금융불안 (1~2차 Sub-Prime사태)</li> </ul>
② 정치·사회환경 (상승기)  (하락기)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 군부독재의 시대</li> <li>● 시장경제와 계획경제의 혼재</li> <li>● 통제를 통한 안정된 사회분위기</li> <li>● 중산층의 형성</li> <li>● 1988년 서울올림픽 개최</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 공산당 1당 독재</li> <li>● 자본주의와 사회주의의 혼재</li> <li>● 통제를 통한 안정된 사회분위기</li> <li>● 중산층의 형성과 소비시대로의 진입</li> </ul>
③ 주식시장환경 (상승기)  (하락기)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 정부의 공개 Drive 정책 (상장기업수의 급증)</li> <li>● 상장기업들의 무분별한 유상증자 Rush</li> <li>● 정보유지분의 출회(POSCO의 민영화)</li> <li>● 주식투자에 열광한 전국민들 (소 팔고 논 팔고)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 거대기업들의 연이은 IPO</li> <li>● 상장기업들의 무분별한 유상증자 Rush</li> <li>● 비유통주(정보유지분)의 유통화 시행</li> <li>● 농촌까지 확산된 주식투자 열풍</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 주가폭락에 따른 사회불안과 부양촉구시위의 빈발</li> <li>● 12·12 부양조치 등 정부의 인위적인 시장개입</li> <li>● 주가부양을 위한 순차적인 시장개방</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 주가폭락에 따른 인민의 불만가중 및 사회적 불안</li> <li>● 조정지속時 정부의 인위적인 시장개입 가능성 상존</li> <li>● 주가부양을 위한 QFII의 점진적인 확대</li> </ul>

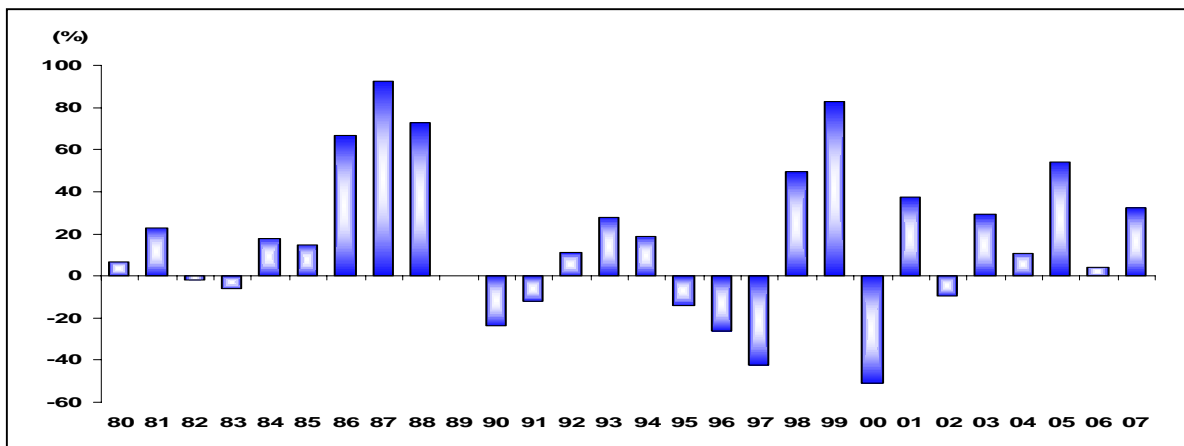
**결론**

중국 주식시장의 미래가 어떻게 될 지의 여부는 이제 미국 주식시장의 미래 만큼이나, 아니 그 이상으로 우리 투자자들의 깊은 관심사가 되어버렸다. 신통한 예지력을 가진 이들이라면 그에 의존하여 중국시장을 전망하면 되겠지만 그렇지 못한 경우라면 마냥 막연한 기대감에 의존하는 것 보다는, 글로벌 주식시장의 과거 역사를 통하여 나름대로 시사점을 얻어보는 것도 하나의 방법이 될 수 있을 것이다. 어차피 주식시장에서 일어나는 인간의 탐욕과 공포의 메커니즘은 시간과 공간을 초월하여 거의 동일하기 때문이다. 본 자료는 그런 관점에서 네 가지의 가능성을 점검해본 것이다.

중국경제가 지니고 있는 엄청난 역동성과 잠재력을 감안할 때 첫 번째인 역사적 버블에 비교하는 시나리오는 일단 가능성이 낮은 것으로 판단한다. 이 시나리오에 따른다면 중국경제가 지니고 있는 역동적인 성장잠재력마저 완전히 부정하는 것이 되기 때문이다. 다만 2006년과 2007년에 걸쳐 나타난 지나친 급등의 일정 부분이 버블이었음을 인정해야 할 것이다. 특히 非유통주의 존재를 감안한다면 더욱 그러하다. 그리고 두 번째인 1960년대의 일본 주식시장과 비교하는 시나리오는, 그 가능성을 인정한다손 치더라도, 그 속에는 15년 내지 20년에 가까운 엄청난 시간의 함정이 숨어 있다는 점을 강조하고자 한다. 즉 중국경제가 글로벌경제 Hegemony경쟁의 잠재적 후보 정도가 아니라 Hegemony를 거의 장악했다고 야단법석을 떠는 시기가 되어서야 기대가능한 시나리오라는 것이다. 1980년대에 글로벌경제가 이구동성으로 미국을 버리고 “일본을 배우자.”라고 할 때처럼 말이다. 그리고 세 번째인 대만의 시나리오 역시 지금의 글로벌 경제환경이 급속하게 호전됨과 동시에, 非유통주의 유통화 계획이 완전 백지화될 때 기대가능한 것이라고 판단된다. 하지만 그럴 수 있는 확률이 얼마나 될까?

결국 가장 가능성이 높은 시나리오로 1980년대 이후의 한국 주식시장을 주목할 수밖에 없게 된다. 거시경제의 동향과 정치·사회적인 환경, 그리고 주식시장의 주변여건 등이 가장 유사하다고 평가되기 때문이다. 결국 장기적인 가능성은 남겨두되 당장이라도 고점지수가 회복될 것이라는 식의 지나친 기대감은 갖지 않는 것이 합리적일 것이라는 결론이다. 즉 현재의 중국 주식시장이 겪고 있는 진통은 우리 주식시장이 지난 시절 거처온 성장통인 만큼 시간적 여유와 인내를 가지고서 대응할 필요가 있다는 것이고, 더불어 그 회복의 과정은 지난 2006년과 2007년에 보았던 것처럼 이례적인 폭발적 상승세의 모습보다는 비교적 완만하고 정상적인 형태로 이루어질 가능성이 높다는 것이다.

◆ 한국 주식시장의 1980년 이후 연도별 지수상승률 ◆



자료 : Bloomberg



## 분석의 한계점

본 자료는 다음과 같은 몇 가지 이유로 인하여 분명한 한계를 지니고 있음을 밝혀 두고자 한다. 첫 번째는 단순하게 과거의 역사적 사례들만을, 그것도 제한된 소수의 사례들만을 대상으로 하여 이루어진 분석결과에 불과하다는 것이다. 따라서 보다 확률높은 일반화 내지 범주화에 있어서는 한계를 지닐 수밖에 없을 것이다. 두 번째는 다양한 거시경제 지표들을 광범위하게 살펴보지 못한 채 제한된 지표들만이 고려의 대상이 되었다는 점이다.

그리고 세 번째의 한계점은 Emerging Market의 성장잠재력을 평가할 때 흔히 통용되곤 하는 인구통계학적(Demographic) 접근의 부재다. 중국경제가 그 동안의 경제발전을 통하여 축적한 풍부한 유동성과 그러한 유동성의 인구통계학적 분포, 그리고 이동가능성 등은 중국 주식시장의 미래를 결정짓는 대단히 중요한 변수임에도 불구하고 능력의 부족으로 인하여 접근이 이루어지지 못한 점은 대단히 아쉬운 대목이다. 특히 10억이 넘는 인구를 가진 경제를 1억에도 미치지 못하는 인구를 가진 경제와 비교한다는 것 자체가 무리일 수도 있다.

그리고 네 번째의 문제점은 우리나라의 중국관련 펀드들이 주로 투자하는 홍콩 주식시장 항생지수의 구성종목이나 Red Chip에 대한 직접적인 분석이 아니라 중국 본토의 주식시장에 대한 간접적이고 포괄적인 분석이라는 점이다. 하지만 그럼에도 불구하고 중국 본토의 주식시장과, 홍콩 주식시장에 상장되어 있는 중국관련주들의 주가추이가 근본적으로는 그 추세를 같이 해왔다는 점에서 나름대로의 참고는 될 수 있을 것이라는 판단이다. 마지막 다섯 번째, 결정적인 한계점은 필자가 결코 중국전문가는 아니라는 점이다. 다만 그 동안 중국 주식시장의 흐름을 주식시장의 역사라는 관점에서 관심을 가지고 지켜봐왔던 관찰자의 수준 정도에서 이루어진 분석의 결과물에 지나지 않는다는 것이다.