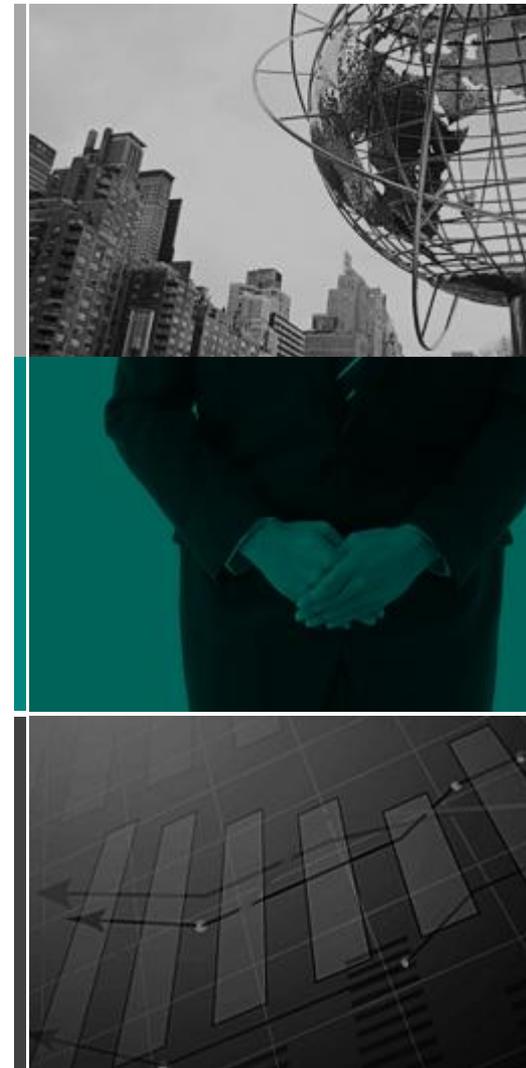

중국 경제정책 변화에 따른 리스크 요인 분석

2019년 5월



[요약] 정부의 경제정책 변화에 따른 리스크 주목

“디레버리징 정책 VS. 경기부양 간의 딜레마”

- 2017년 이후 디레버리징 기조 하에 구조개혁이 강조되었으나, 과도한 디레버리징 부작용으로 실물지표 부진이 지속됨과 동시에 국진민퇴 문제 심화 등 구조적인 취약성이 드러나고, 미중 무역분쟁 등 대외악재까지 가세하면서 불과 몇 개월 만에 경제정책 기조를 선회하고 경기부양을 추진
 - 정부의 경기부양 정책 의지로 경착륙 가능성은 낮아졌으나, 구조개혁 지연 우려와 함께 정책 불확실성, 부채 리스크 등 중장기적인 리스크가 증폭될 우려가 점증

- 중국 정부는 경제 전반의 과잉부채 문제 등으로 디레버리징 기조를 포기할 수 없는 상황이지만 급격한 경기 둔화도 원하지 않고 있어 디레버리징과 경기부양 사이의 딜레마가 지속될 가능성
 - 그 과정에서 경기부양에도 불구하고 정책 효과가 제한적일 수 있으며 오히려 금융 리스크가 확대될 가능성도 상존
 - 반면, 다시 디레버리징으로 무게 중심이 이동할 경우에도 여전히 금융자원 불균형으로 파생된 민영기업의 차입난 심화 및 자금경색에 따른 도산 등의 구조적인 문제점 등이 재차 부각될 수 있음

Contents

I. 2019년 경제정책 방향

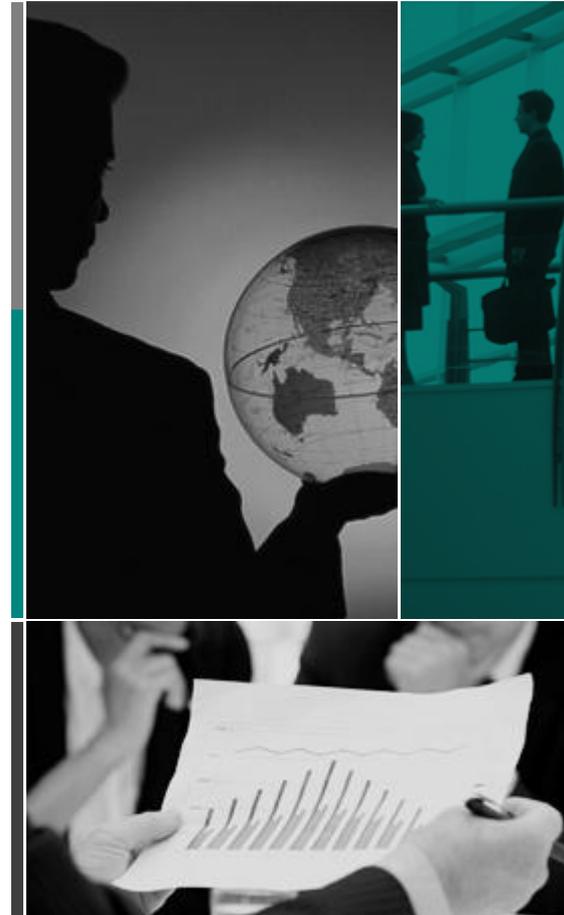
1. 中 정부의 경제정책
2. 거시경제 현황
3. 전망

II. 중국 금융시장 리스크 점검

1. 中 경제의 구조적 취약성 : 국진민퇴
2. 구조개혁 지연
3. 정책 불확실성
4. 대외 변동성 확대

I. 2019년 경제정책 방향

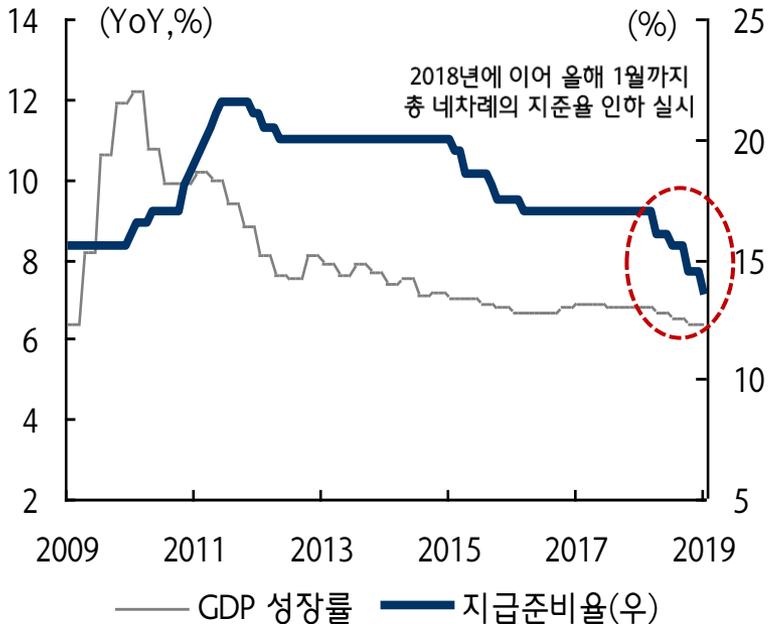
1. 2019년 정부의 경제정책
2. 거시경제 현황
3. 전망



I-1. 침체 우려 후에 경기부양 정책 기조 강화

- 과도한 디레버리징 정책에 따른 부작용과 미중 무역전쟁 등 대외 불안요인 가세로 경기 둔화세가 심화되면서 중국 정부는 지난해 하반기 이후 정책선회를 통해 경기부양을 본격화
- 올해 전인대에서도 “경제 성장”을 우선순위로 설정하고, 부양 정책 기조를 재차 강조
 - 다만, 대내외 리스크 요인 등을 감안하여 성장률 목표치를 지난해(6.5%, yoy)보다 낮추고, 구간으로(6.0~6.5%) 설정

GDP 성장률 및 지급준비율 추이



주 : 지급준비율은 대형상업은행 기준, 지난해 Targeted-RRR 포함 시 다섯 차례 기준율 인하
 자료 : CEIC

2019년 정부업무보고 경제성장 목표치

주요 경제 지표	2018년 목표 (실적)	2019년 목표	변화
GDP 성장률 목표(%)	6.5 내외 (6.6%)	6.0~6.5	↓
소비자물가 상승률(%)	3.0 내외 (2.1)	3.0	-
도시 신규 취업자 수(만 명)	1,100 이상 (1,361)	1,100	-
도시 지역 등록실업률(%)	4.5 (3.8)	4.5	-
재정적자/GDP(%)	2.60 (4.17)	2.80	↑
지방정부 특별채권 한도(십억 위안)	1,350 (1,350)	2,150	↑
감세 규모 (십억 위안)	1,100 (1,300)	2,000	↑

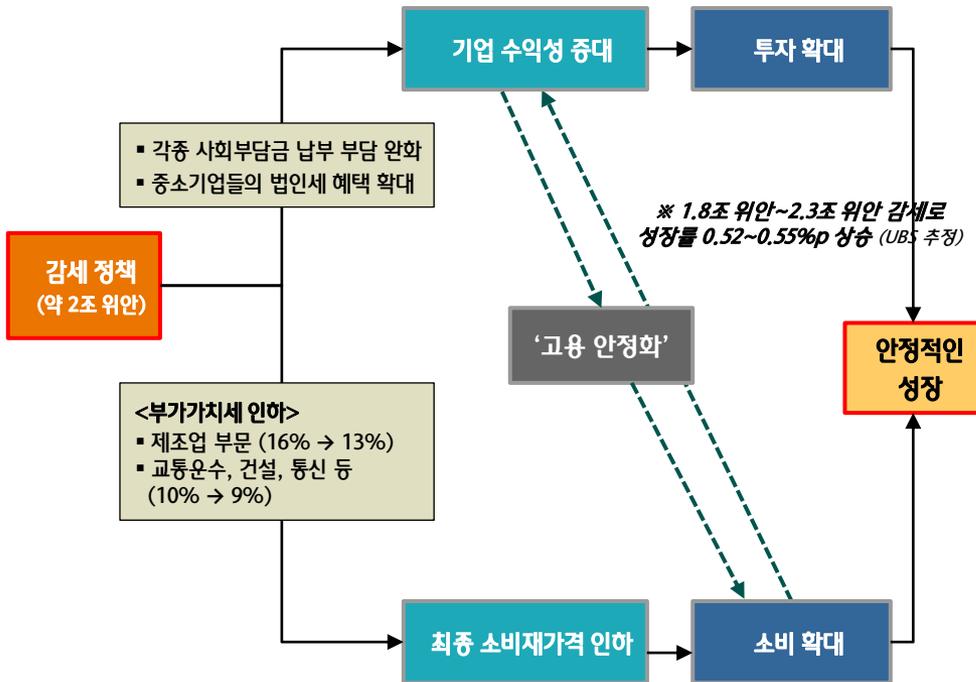
자료 : 중국정부업무보고, CEIC

I -1. 확장적 재정정책과 완화적 통화정책 운용

- 적극적인 재정정책 기초 하에 대규모 감세 (약 2조 위안) 및 지방정부 위주의 인프라 투자 시행을 적극 추진
 - GDP 대비 재정적자 목표를 확대 조정(2.6% → 2.8%)했지만 실제로는 4% 이상의 재정적자가 용인될 것으로 추정
- 통화정책의 경우 대규모 자금투입보다는 취약 부문에 대한 대출 확대 등 선별적 유동성 공급 형태로 전개
 - 중소 및 영세기업들의 대출 조건을 완화하고, 재대출과 재할인 한도 증액, TMLF* 등 새로운 통화정책 수단 활용

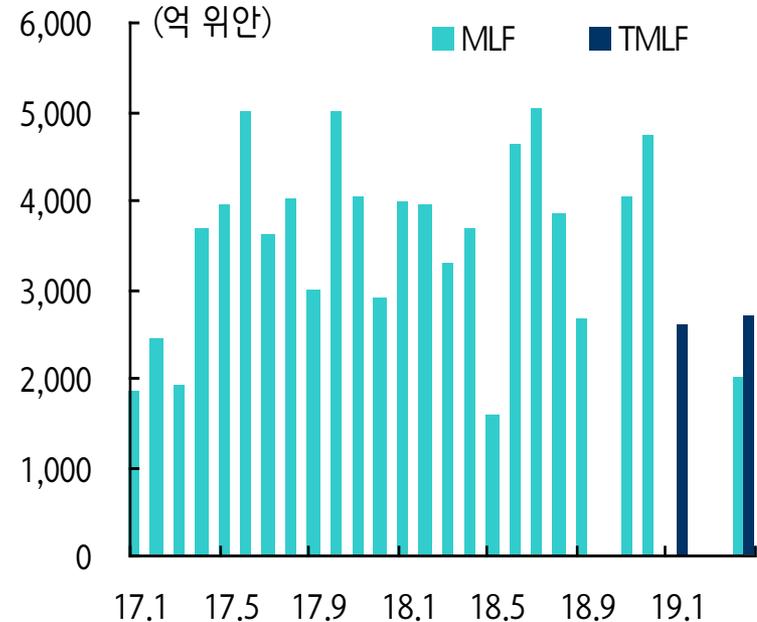
* TMLF(선별적중기유동성지원제도)는 소기업 유동성 지원정책 수단 중 하나로 기존 MLF 보다 만기가 길고 금리도 15bp 낮은 수준으로 제시

대규모 감세 정책을 통한 경기부양



자료 : 하나금융경영연구소

MLF 및 TMLF 추이(1년 만기)



자료 : CEIC

[참고1] 2019년 전인대의 주요 정책 및 기대효과

1 경제의 합리적 성장 (경기부양 패키지 제시)	2 전면적인 대외개방 (일대일로 강조 → 외국 기업들의 시장진입 완화)	3 디레버리징 기초 유지 (과도한 유동성 공급 지양)
--	---	---

✓ **사상 최대치(약 2조 위안)의 감세정책**

- 부가가치세 인하
 - 제조업 : 16% → 13%,
 - 교통운수와 건설업 : 10% → 9%
- 중소기업 대상으로 부가가치세 인하 이외 법인세 혜택 확대

✓ **지방정부 주도의 인프라 투자 활성화**

- 지방정부 특별채 한도 확대 (1.35조 위안 → 2.15조 위안)

✓ **지준율 인하 실시**

- 지난해에 이어 올해 1월에만 두 차례의 지준율 인하 실시, 추가 인하도 검토 중

✓ **외상투자법 신설**

- 외자 유치를 위한 네거티브 리스트 개선
- 미중 양국 간의 핵심 쟁점인 ①지식재산권 보호, ②기술 이전 강요 금지 등을 포함

✓ **환율 안정화**

- 시장 결정 메커니즘 하에 위안화 환율의 신뢰도 제고 노력 강화
- 경쟁적인 절하는 하지 않겠다는 입장

✓ **“중국제조 2025” 전략 양보 가능성**

- 2019년 전인대 정부업무보고에 핵심 중장기 목표인 “중국제조 2025” 언급 생략

✓ **공급측 구조개혁 추진**

- 시진핑 집권 이후 생산과잉해소(철강과 비철금속, 정유/화학 등), 재고 해소, 유효 공급 등의 공급측 구조개혁을 강조
- 2기에서는 제조업 첨단화, 빅데이터, AI, 실물경제의 융합 등을 중심으로 하는 유효공급 확대에 중점

✓ **국유기업의 부채비율 관리**

- 국유기업 대상의 부채비율 감소 가이드 라인 마련 ('18.9)
- 국유기업 평균 부채 비율을 2020년까지 63.5%로 축소 ('18년 6월 기준 64.9%)

✓ **부동산 시장은 “주택은 투기 대상이 아니다”라는 기존 규제기조 지속**

- 도시별로 이원화된 정책 추진을 통해 시장의 안정적인 성장을 지지
- 부동산 보유세 도입도 점진적으로 추진
- 현재 상해, 중경 등 일부 도시에서만 시행

정책 기대 효과

- 감세 정책을 통해 기업 부담을 완화시킴으로써 소비 및 투자를 촉진시키고, 고용시장도 활성화
- 지방정부 특별채 발행을 통한 인프라 투자 확대로 중앙정부 부담 완화
- 실물경기 지원을 위한 유동성 공급

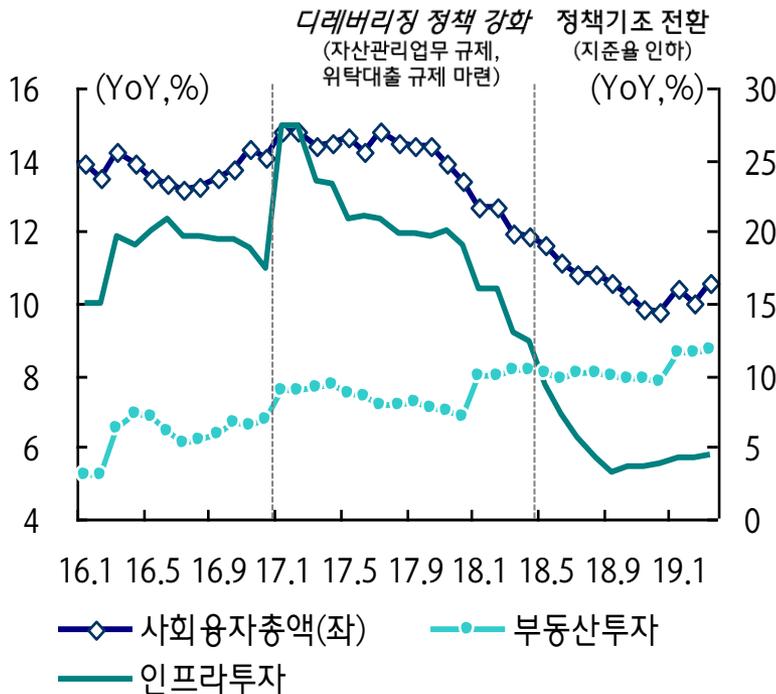
- 미중 무역협상 타결 기대감 상승
- 외국 기업들에게 다양한 시장 진입 기회가 제공되고, 공정한 경쟁 환경을 조성
- 정부의 인위적인 환율 개입 가능성 제한

- 금융 리스크 관리 지속으로 부채 위험을 축소하고, 시스템 리스크를 완화
- 지방정부들도 잠재적인 부채 증가 우려로 관리감독을 강화하고, 음성적 채무를 축소

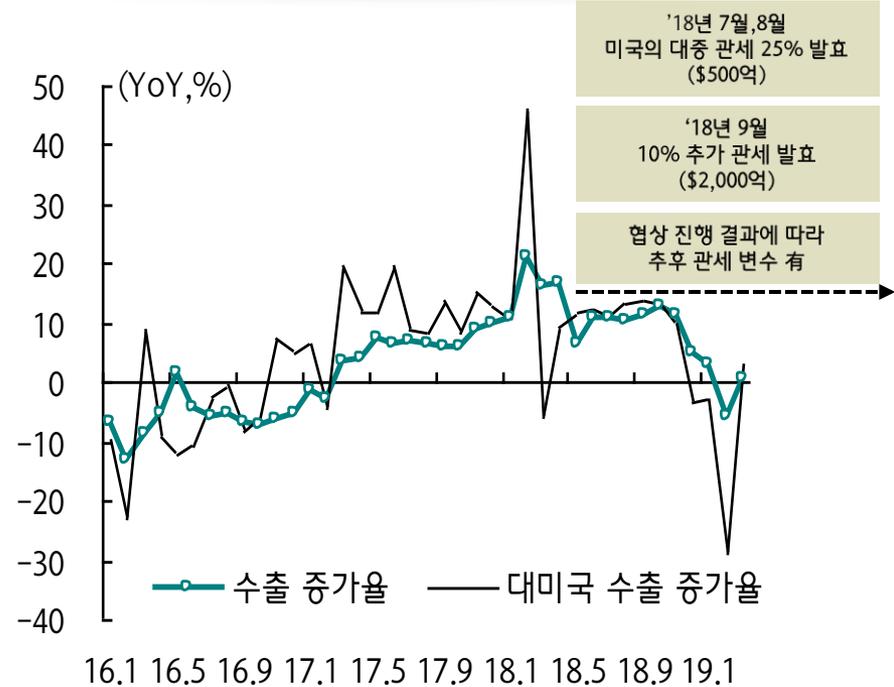
1-2. 유동성 환경 개선과 함께 투자 반등

- 디레버리징 속도 조절로 유동성 환경이 개선되고, 지난해 이후 누적된 경기대응 노력 효과가 가시화되면서 1/4분기 GDP 성장률은 전분기에 이어 6.4%(yoy)를 기록
 - 인프라 및 부동산 투자 회복 등으로 고정자산투자 증가율이 반등하였고, 소비의 경우 자동차 판매 부진에도 불구하고 온라인 소매 판매 급증으로 전분기(8.2%) 수준을 유지
- 다만, 미중 무역분쟁 등 대외여건 악화로 1/4분기 수출은 전년동기대비 1.0% 증가에 그침(對美 수출 급감)

사회용자총액 및 부문별 투자 증가율



수출 증가율 추이



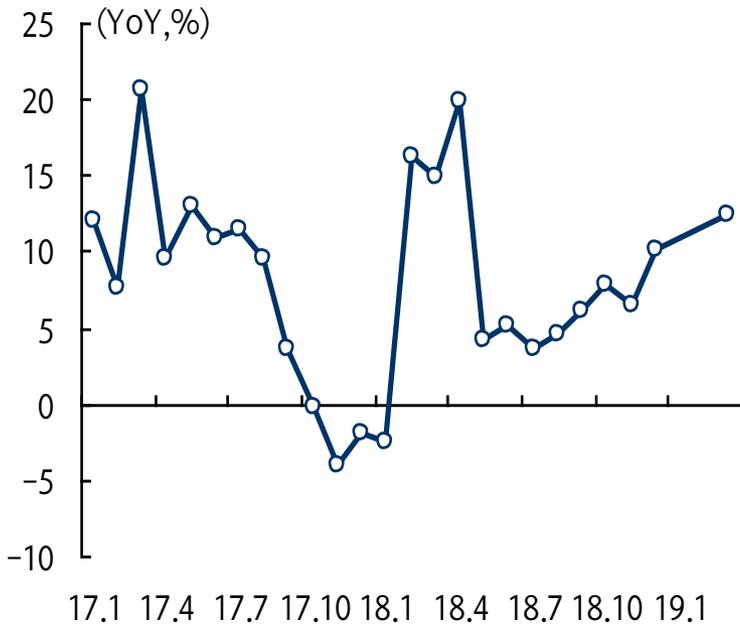
주 : 사회용자총액(Total Social Financing)은 중국 인민은행의 포괄적인 신용공급 지표로 은행 대출과 비은행 용자 총합
 자료 : CEIC

자료 : CEIC

1-3. 단기적으로 경착륙 가능성은 완화

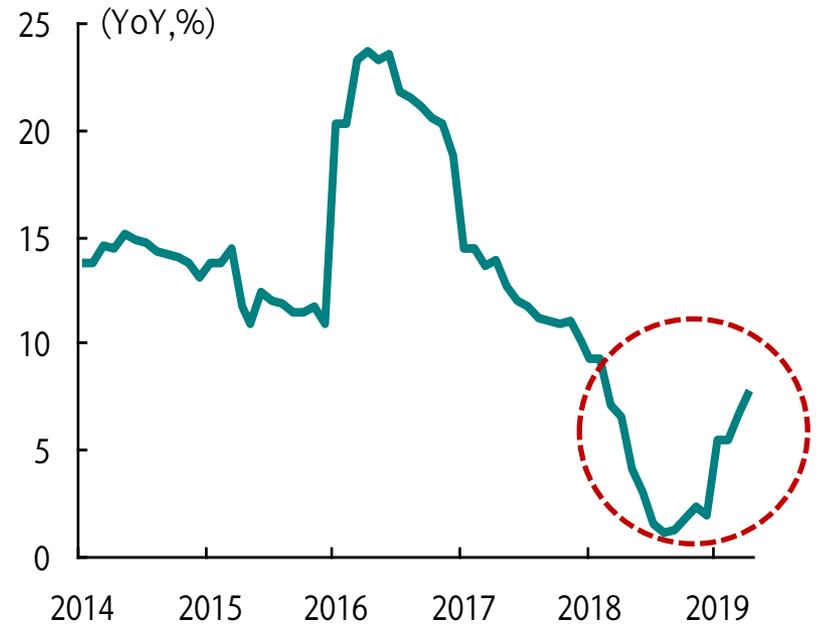
- 2/4분기에도 감세 등 부양효과와 인프라 투자 회복 등이 맞물려 경기 반등세가 이어질 것으로 예상되며, 상반기 실물지표 반등으로 올해 성장률 목표치인 6%대 달성 가능성은 유효
 - 제조업 부가가치세 인하 등이 4월 1일 이후 시행되면서 2/4분기 이후 부양 효과가 본격적으로 가시화될 것으로 전망
- 한편, 통화완화 등으로 부동산 가격과 투자, 거래량이 소폭 반등하였으나, 늘어난 유동성이 자산시장 등으로 과도하게 유입될 경우 완화 속도를 제한할 가능성이 상존

정부 재정지출 반등세 유지



주 : 재정지출 증가율은 3MA
자료 : CEIC

정부 고정자산투자 반등

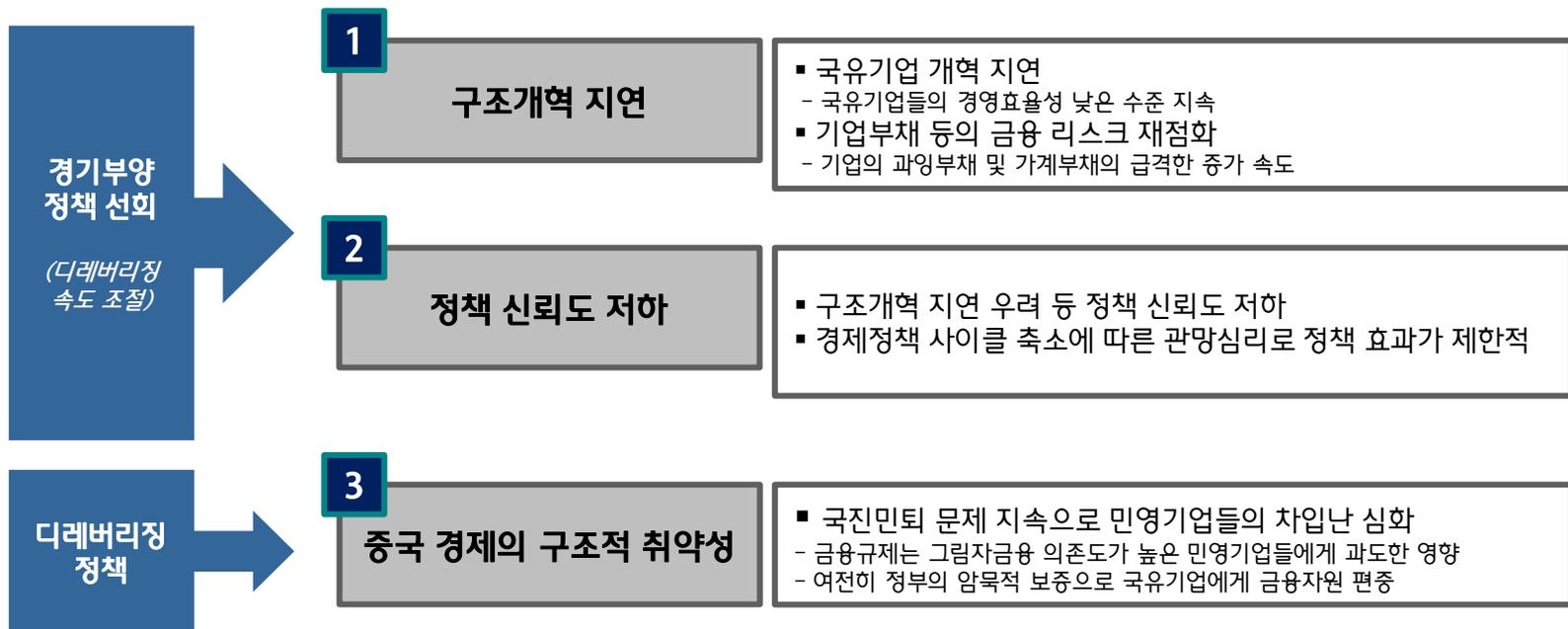


자료 : CEIC

I-3. 중장기적인 구조적 리스크 심화 가능성

- 지속가능한 성장을 위한 중국 내부의 체질개선 노력이 시급한 상황에서 경기부양으로의 무게중심 이동은 구조개혁 지연과 과도한 레버리지 우려 속에 중장기적으로 리스크를 증폭시킬 가능성
 - 디레버리징 기조 완화로 GDP 대비 부채비율이 상승세를 지속할 경우 경기 둔화 속 부채 위기 우려가 확산될 소지
- 국진민퇴 등 구조적인 문제는 근본적으로 해결하는데 상당한 시간이 소요될 것으로 예상되며, 국유기업과 민영기업 간의 금융 자원 불균형으로 인한 양극화 현상도 당분간 지속

중국 경제의 리스크 요인



[참고2] 현지에서 말하는 중국 경제 상황

긍정적

#정부정책 대응 #민영기업 #미중협상

“전인대 이후 정부의 유동성 공급 확대 등 적극적인 정책 대응으로 경착륙 가능성은 낮은 편... 민영기업들의 자금 사정도 개선될 것으로 기대...”

“중미 협상을 위한 정부의 태도가 매우 유연해 졌고, 중국 입장에서는 협상이 깨지는 불확실성을 원하지 않아... 예전이라면 받아들이지 않을 조건도 받아들인다는 입장...”

“제조업 2025 구호도 상징적인 것으로 교체가 가능하나, 제조업 업그레이드 정책 방향은 유지...”

부정적

#국진민퇴 #부동산정책 #정책기조 전환

“국진민퇴는 구조적인 문제로 단기간에 해결되기는 어려울 것... 정부가 원한 것은 아니지만 실제 디레버리징 환경에서 국진민퇴 현상은 심화될 수 밖에 없는 구조...”

“민영기업에 대한 대출 독려에도 불구하고 실제 유동성이 민영기업으로 흘러갈지 여부 등의 근본적인 문제는 지속될 것으로 보여...”

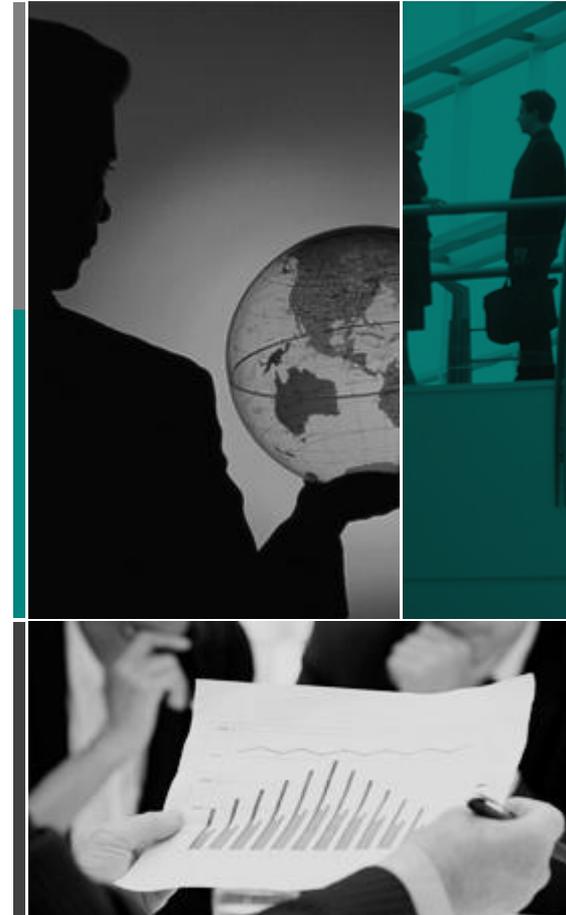
“정부의 정책 완화에도 불구하고 부동산 규제 등을 유지함으로써 중국 경제에 downside 리스크로 작용할 가능성도 상존...”

“디레버리징 정책의 속도 조절은 가능하나, 큰 틀에서 구조개혁 방향은 유지될 것으로 보여... 중미 무역협상 체결 이후 중립적인 통화정책으로 전환될 가능성도 유효”

Moody's China, CICC, 초상증권, 중국사회과학원 등과 interview 내용 中

II. 금융시장 리스크 점검

1. 中 경제의 구조적 취약성
2. 구조개혁 지연
3. 정책 불확실성
4. 대외 변동성 확대



II. 中 경제정책 변화에 따른 리스크 요인 Overview

시진핑 집권 이후~

2017년

2018년

2018년 하반기

2019년 상반기~

<주요 정책 과제>

경제구조의 전략적 조정

- 소비 중심의 성장 전환
- 공급측 구조개혁
 - 과잉생산 해소
 - 국유기업 개혁
 - 레버리지 감소

금융 리스크 억제

- 과잉부채 축소
- 그림자금융 규제 강화
- 자산가격 버블 억제
 - 부동산 투기 제한
 - 금융의 실물경제 지원 강조

성장동력 효율성 저하
↓
경제구조 전환 시급

금융 리스크 중대

구조적 문제 재부각 가능성

디레버리징 정책 강화

1 국진민퇴 문제 부각

국유기업보다 민영기업들의 조달난 심화 (구조적으로 불가피)
↓
민영기업 디폴트 확산
↓
신용리스크 우려 집중

2 실물지표 부진 (인프라투자 감소)

3 대외 변수 발생 (미중 무역전쟁)

경착륙 우려 확산

경기 반동 + 미중 무역분쟁 완화

정책기조 전환 가능성 (통화안화 → 중립)

경기부양으로 정책기조 전환 (디레버리징 속도 조절)

미중 무역분쟁 격화

실물지표 개선

But

정책 신뢰도 저하

- 정책 불확실성 증대
- 구조개혁 지연 우려
 - 경기부양과 구조개혁 간 정책 딜레마

금융 리스크 재점화

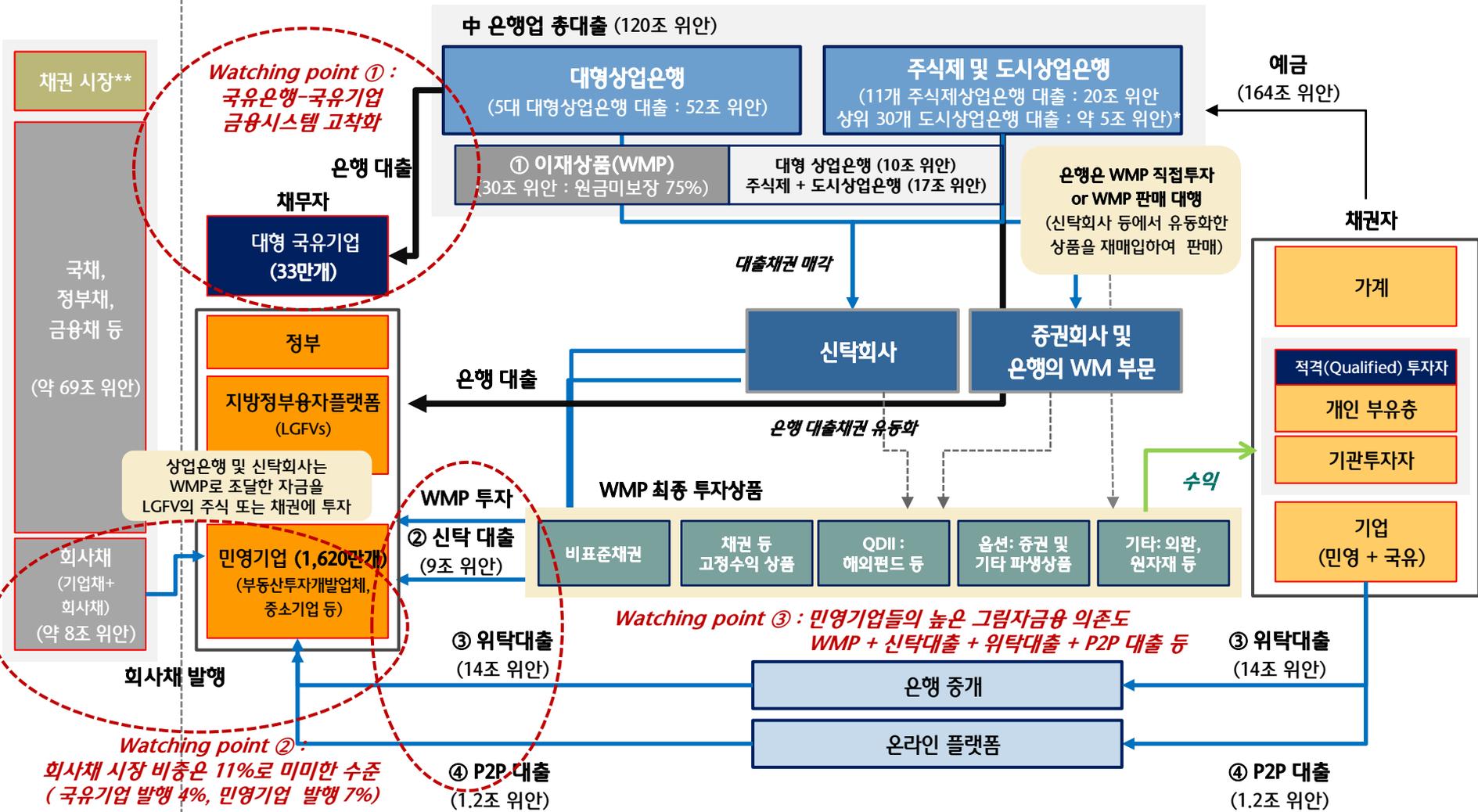
- 부채 리스크 자극
- 그림자금융 반동
- 자산가격 버블

미중 무역갈등 지속

II-1. 중국 경제의 구조적 취약성

2017년 中 GDP 규모 : 82조 위안

<직접금융> <간접 금융>



주 : * 12개 상업은행 중 data가 유효하지 않은 항평은행 제외, 도시상업은행 134개 중 상위 30개 도시상업은행의 총자산은 40% 이상을 차지
 **채권시장은 발행 잔액 기준이며, BIS 기준 (1달러 = 6.53위안으로 계산), 기업채는 국유기업채를 의미
 ***2017년말 기준, 신탁대출 위탁대출은 사회용자총액 중 금액

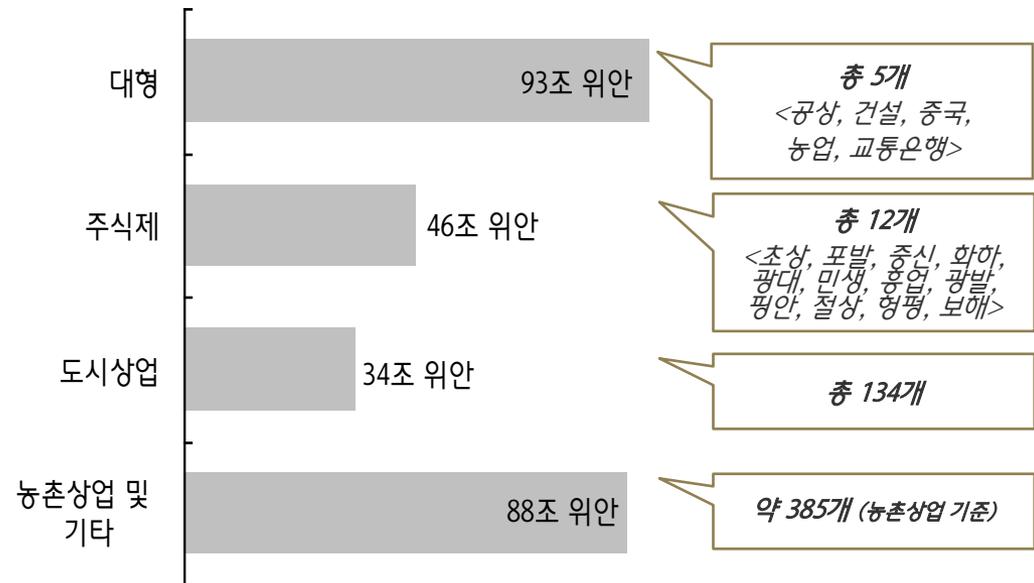
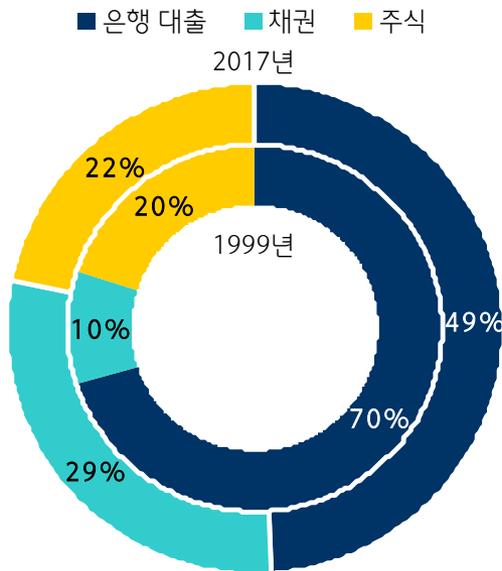
II-1. Watching Point ① : 은행 위주의 간접금융체제

- 그동안 중국 정부의 국유개혁과 직접금융시장 육성 정책 등에도 불구하고 여전히 국유상업은행(現 대형 상업은행)을 중심으로 한 간접금융 의존도가 높은 편이며, 상대적으로 채권과 주식시장 발전은 미흡
 - 전체 은행업 중 대형(5개)과 주식제 상업은행(12개)의 총자산이 50% 이상을 차지하고, 도시상업은행은 13%에 불과

China's Financial Structure

※ 은행 중심의 금융 시스템 (은행대출 비중 '99년 70% → '17년 49%)

※ 중국 은행별 자산 현황 (2018년 말 기준)



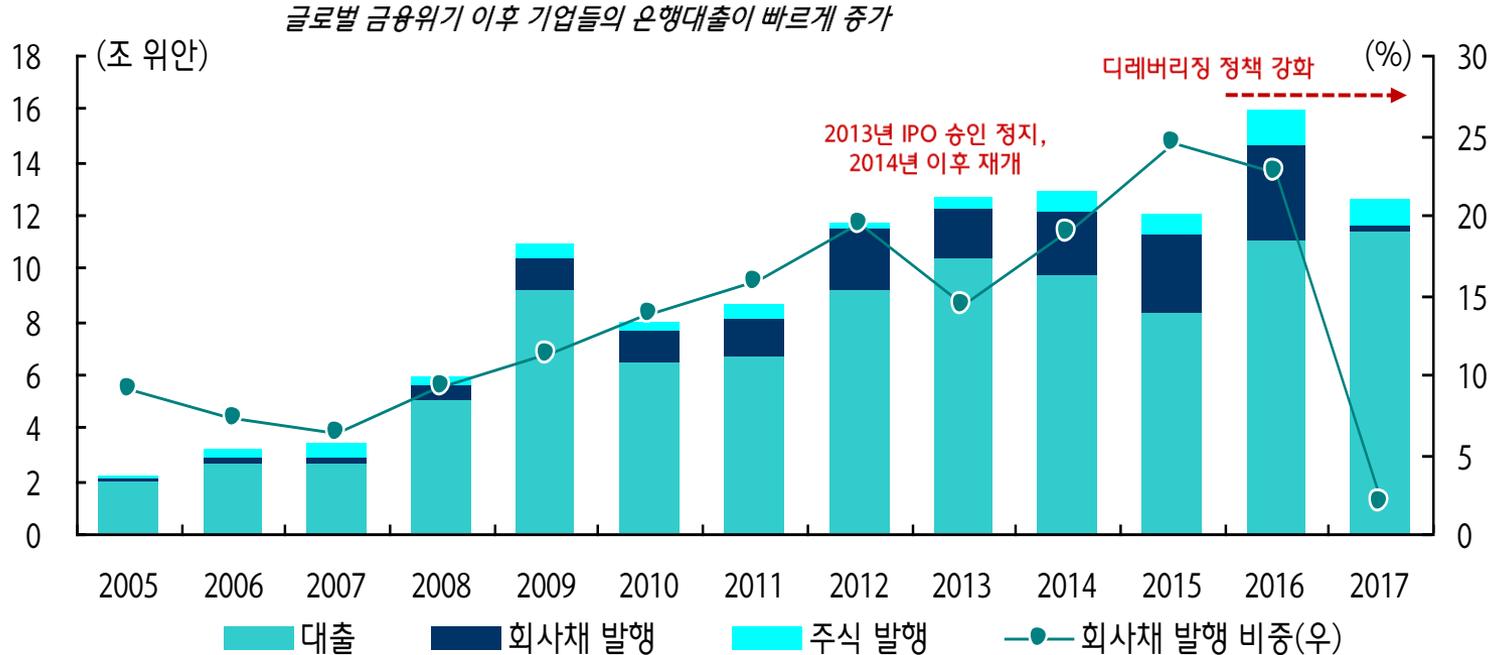
주 : 은행대출 + 채권 발행잔액 + 주식시장 시가총액 합에서의 비중
 자료 : 중국인민은행, IMF

자료 : CEIC, 중국은보감회

II-1. Watching Point ① : 기업들의 은행차입 의존도 절대적

- 중국 기업들은 은행차입을 통한 자금조달 비중이 절대적으로 높은 편이며, 상대적으로 회사채 및 주식 발행은 미미한 수준을 지속 ('17년 기준 자금순환표에서 은행대출 비중은 90%)
- 시중 유동성 확대 및 채권 발행 여건 완화 등으로 2015년 이후 회사채 발행 비중이 상승하였으나, 2017년 들어 디레버리징 정책 강화에 따른 유동성 위축으로 회사채 발행 환경이 더욱 악화

비금융회사 자금조달 추이(flow)

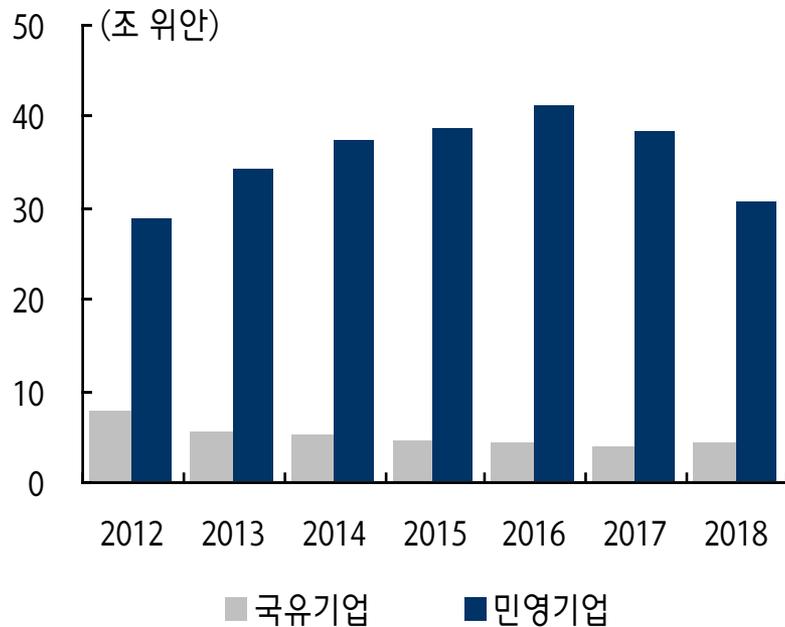


주 : 회사채 발행 비중=회사채 발행/(주식발행+회사채발행+은행대출)
 자료 : CEIC

II-1. Watching Point ① : 국유은행-국유기업 체제

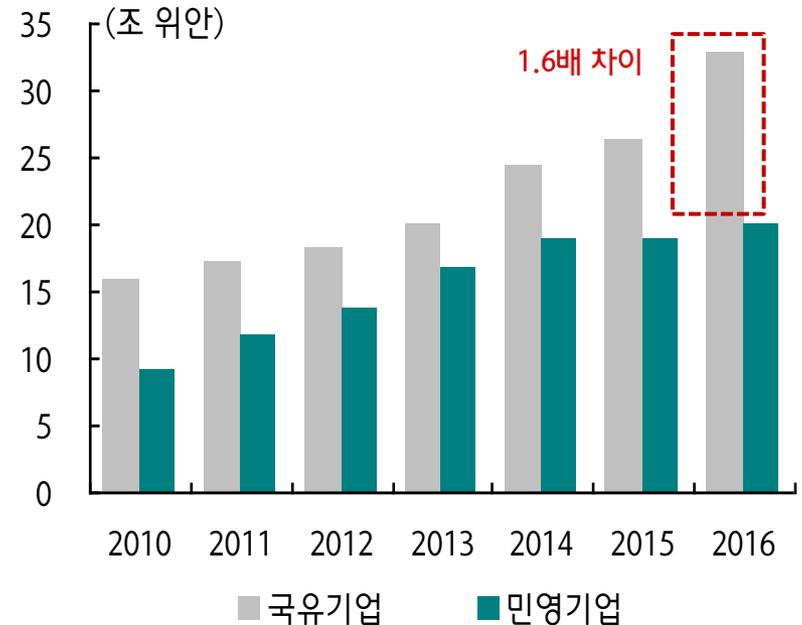
- 국유기업에 편중된 금융시스템이 고착화되면서 민영기업들은 구조적으로 자금조달 여건이 불리
 - 국유(国有) 기업은 국가에서 기업 전체(100%)의 소유권이 있으며, 중앙 및 지방정부가 이를 경영 및 관리하는 방식의 기업으로 정부의 암묵적인 보증 하에 국유은행의 저비용 금융지원을 기반으로 성장
- 민영기업의 매출액이 국유기업 대비 높은 수준을 유지하고 있으나, 소수의 국유기업 대출이 민영기업을 상회하는 구조가 지속 ('17년 기준 민영기업 수는 1,620만개, 국유기업 33만 개로 약 50배 차이)

국유 및 민영기업 판매 수익



주 : 2011년 이후 data는 영업수익 2천만 위안 이상인 제조업 기준
자료 : CEIC

국유 및 민영기업 대출 현황



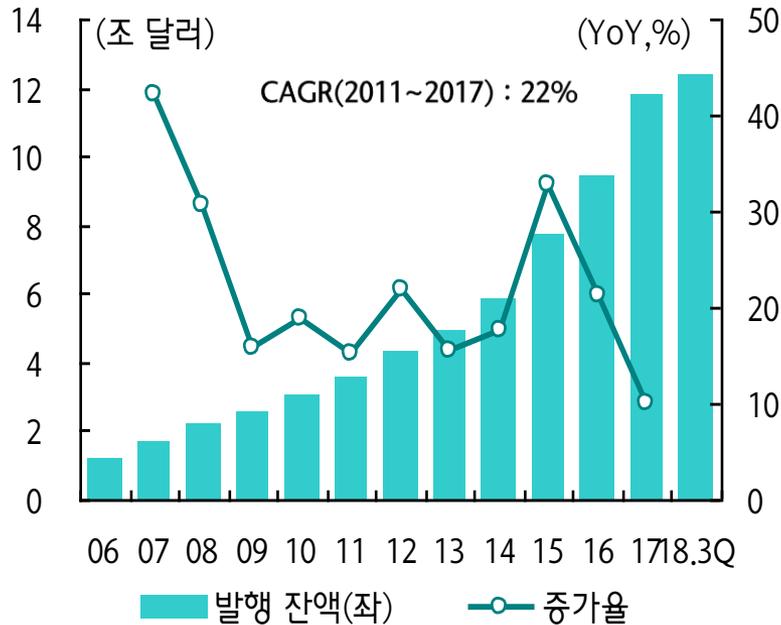
주 : 대형 및 중소형 국유기업과 대형 및 중소형 민영기업 기준
자료 : 중국 인민은행, CEIC

II-1. Watching Point ② : 채권 발행은 주로 정부가 주도

- 중국 채권시장 규모는 미국과 일본에 이어 세계 3위를 차지하고 있으나, GDP 대비 발행잔액 비중은 100%를 하회하고 있고 발행 시장도 정부 관련 채권에 과도하게 편중
 - 2017년 기준 중국 채권 발행잔액 규모는 11.8조 달러(GDP 대비 98%)로 전년동기대비 약 10% 증가
- 회사채* 비중도 11%로 미국(22%)과 한국(23%) 등 주요국 대비 낮은 편이며, 기업채(국유기업 발행 채권) 이외의 회사채도 대부분이 중앙과 지방정부 산하기업 등으로 구성

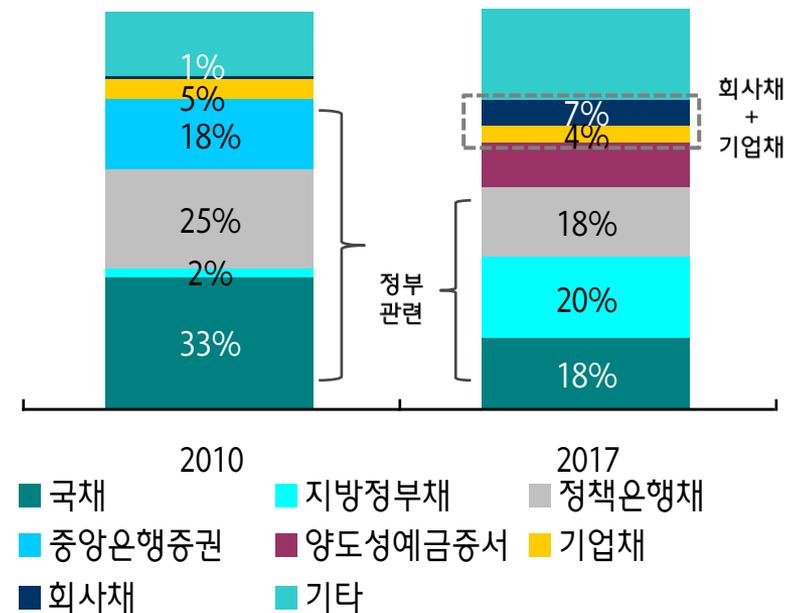
* 회사채는 기업채(企業債, Enterprise bond)와 회사채(公司債, Corporate bond)로 구분되며 기업채의 경우 국유기업 발행 채권

중국 채권시장 규모



주 : 발행잔액 기준
자료 : BIS

채권 종류별 비중

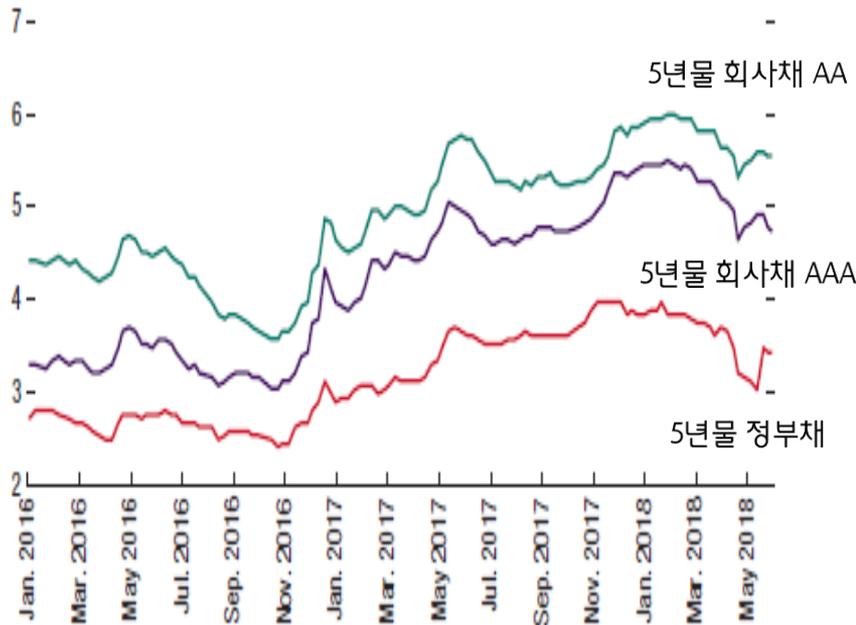


자료 : WIND, "The Future of China's Bond Market," IMF

II-1. Watching Point ② : 민영기업의 회사채 발행 여건은 非우호적

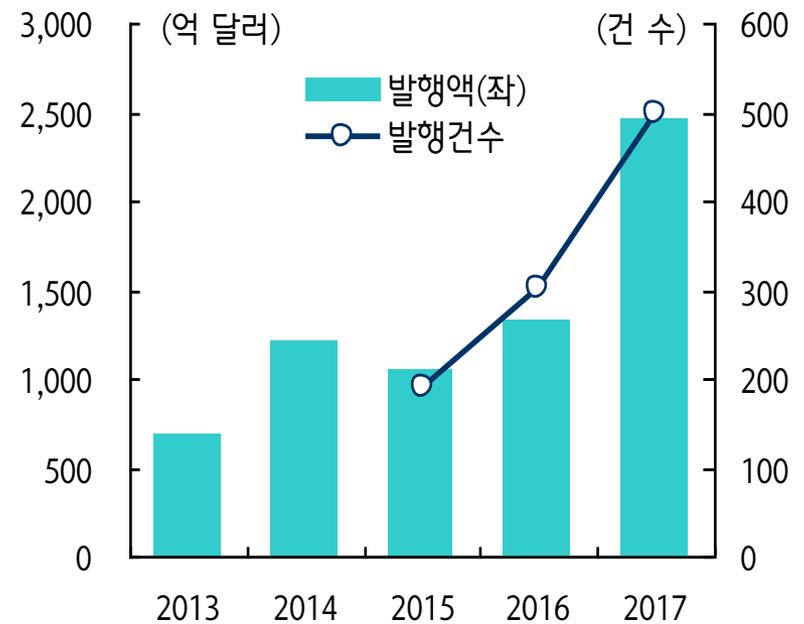
- 2017년 이후 디레버리징 정책 강화로 전반적인 중국 채권 금리가 상승하는 가운데 민영기업들의 회사채 신용 스프레드(회사채-국채)가 확대되면서 조달 환경이 악화
 - 중국 회사채 회전율은 '18년 말 기준 0.1배로 한국 회사채(3.15배)와 비교시 매우 낮은 수준
- 민영기업들은 중국 내 자금조달 환경 악화 등으로 해외 외화채권 발행을 확대하기 시작하였으나, 미국 금리 인상 등의 변수와 위안화 환율 변동 등으로 상환 부담이 가중

中 채권시장 신용 스프레드 추이



자료 : Bloomberg LP., "The Future of China's Bond Market," IMF

중국 기업의 해외채권 발행 추이



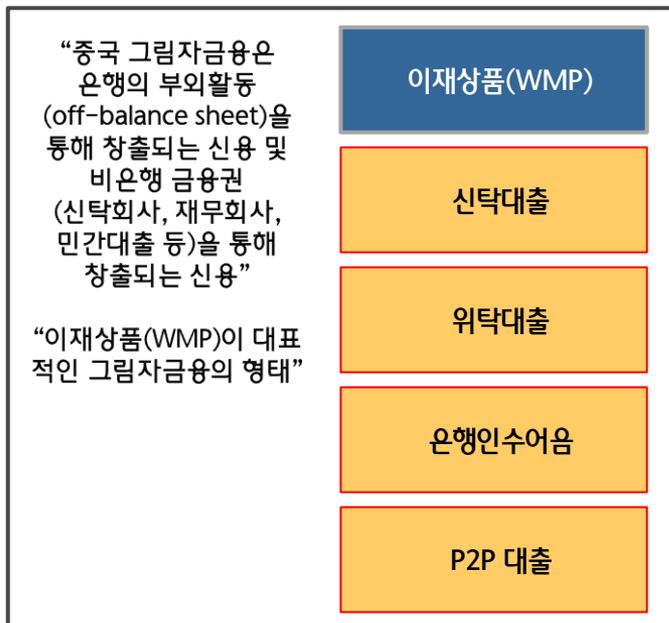
자료 : Bloomberg, 华新网, 한국은행 자료 재인용

II-1. Watching Point ③ : 민영기업과 그림자금융 연관성 증대

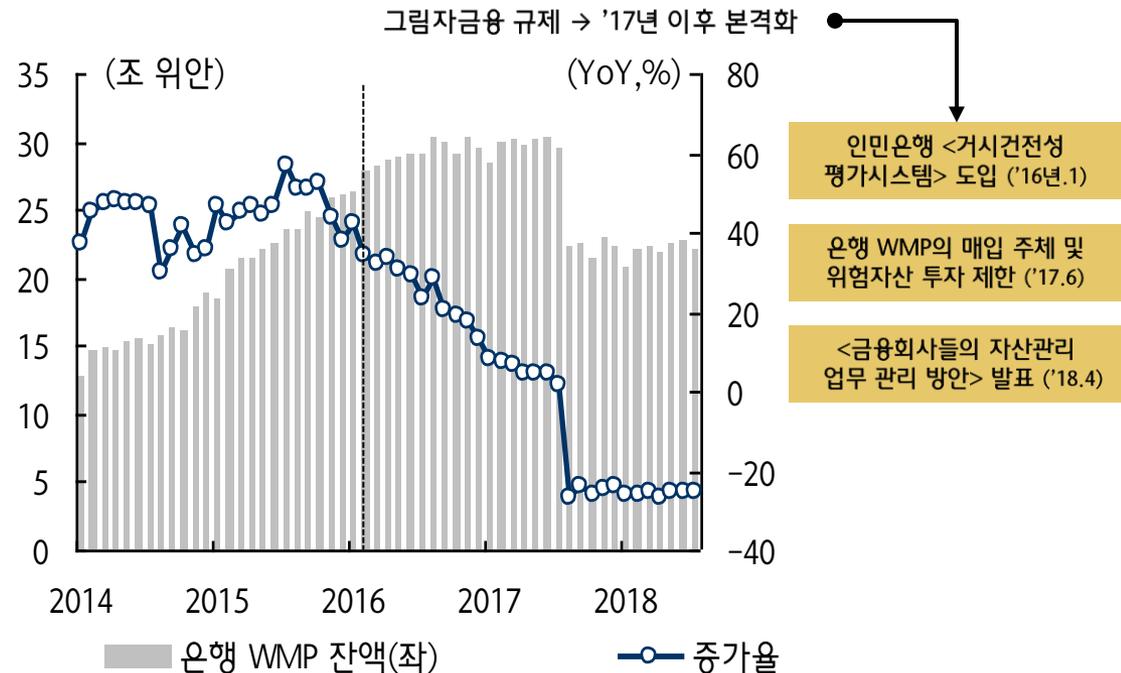
- 국유기업으로의 자금 쓸림 구조가 지속되는 가운데 민영기업들은 은행 대출을 제외한 회사채 발행, 공모·상장 등의 자금조달 수단이 제한되어 있어 상대적으로 대출이 용이한 그림자금융 채널을 적극 활용
 - '10년 이후 긴축정책과 함께 마이너스 실질금리로 경제 주체들이 새로운 수익원을 모색하는 과정에서 그림자금융이 증대
 - 정부의 부동산 규제조치에 따른 은행 차입 제약 등으로 부동산 개발업체들은 높은 비용에도 불구하고 WMP 자금을 조달

중국 그림자금융 현황

<그림자금융 항목 분류>



<은행 이재상품 잔액 추이>

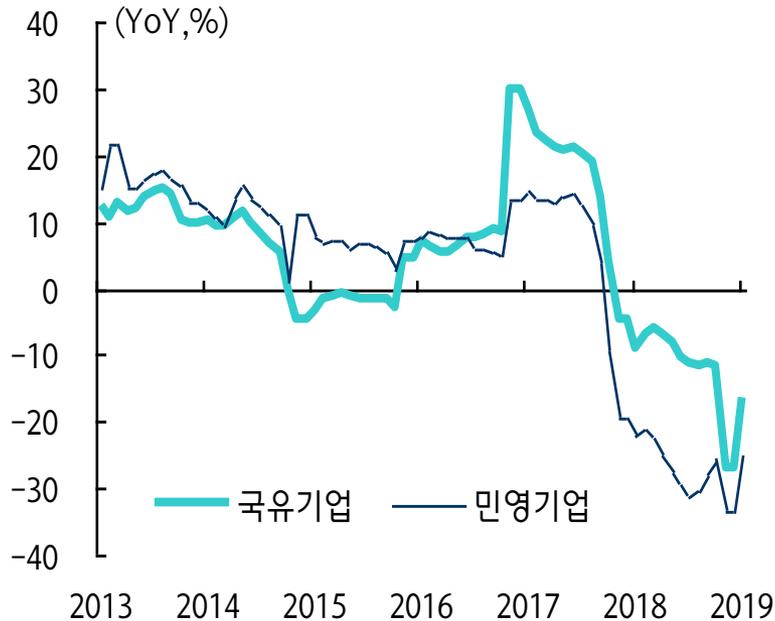


자료 : CEIC

II-1. Watching Point ③ : 디레버리징으로 민영기업 과도한 위축

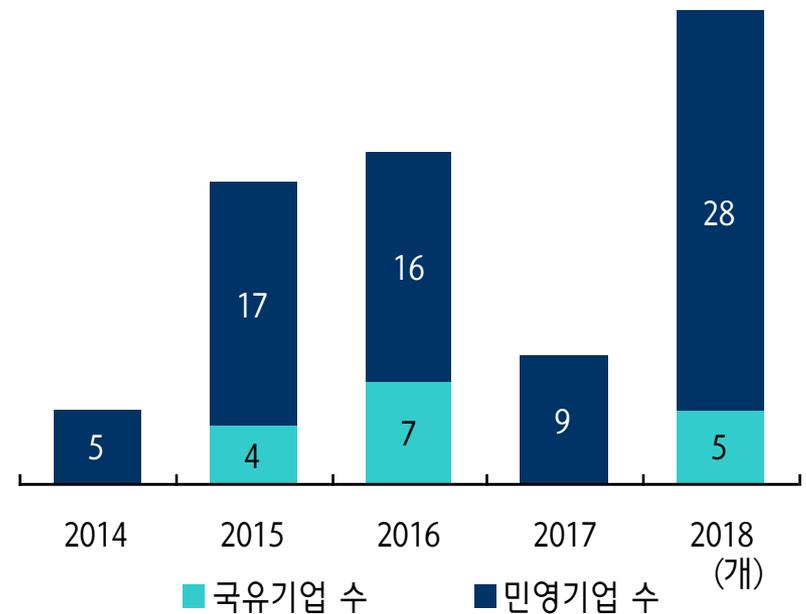
- 금융 리스크 억제를 위한 정부의 본격적인 규제 강화는 국유기업보다 오히려 그림자금융 의존도가 높은 민영기업들에게 과도한 영향을 미치면서 신용경색 심화 및 영업환경 악화를 초래
 - 정부 및 국유은행들의 특혜와 함께 구조적으로 생산성과 효율성이 낮은 국유기업으로의 자금 쏠림 현상 지속
 - 민영기업들의 이익 급감 등 경영난 악화 등으로 지난해 20여 개 기업들이 대규모 지분을 국유기업에게 매각하였으며, 회사채 시장에서의 디폴트 사례도 급증

국유 및 민영기업의 이익 증가율 추이



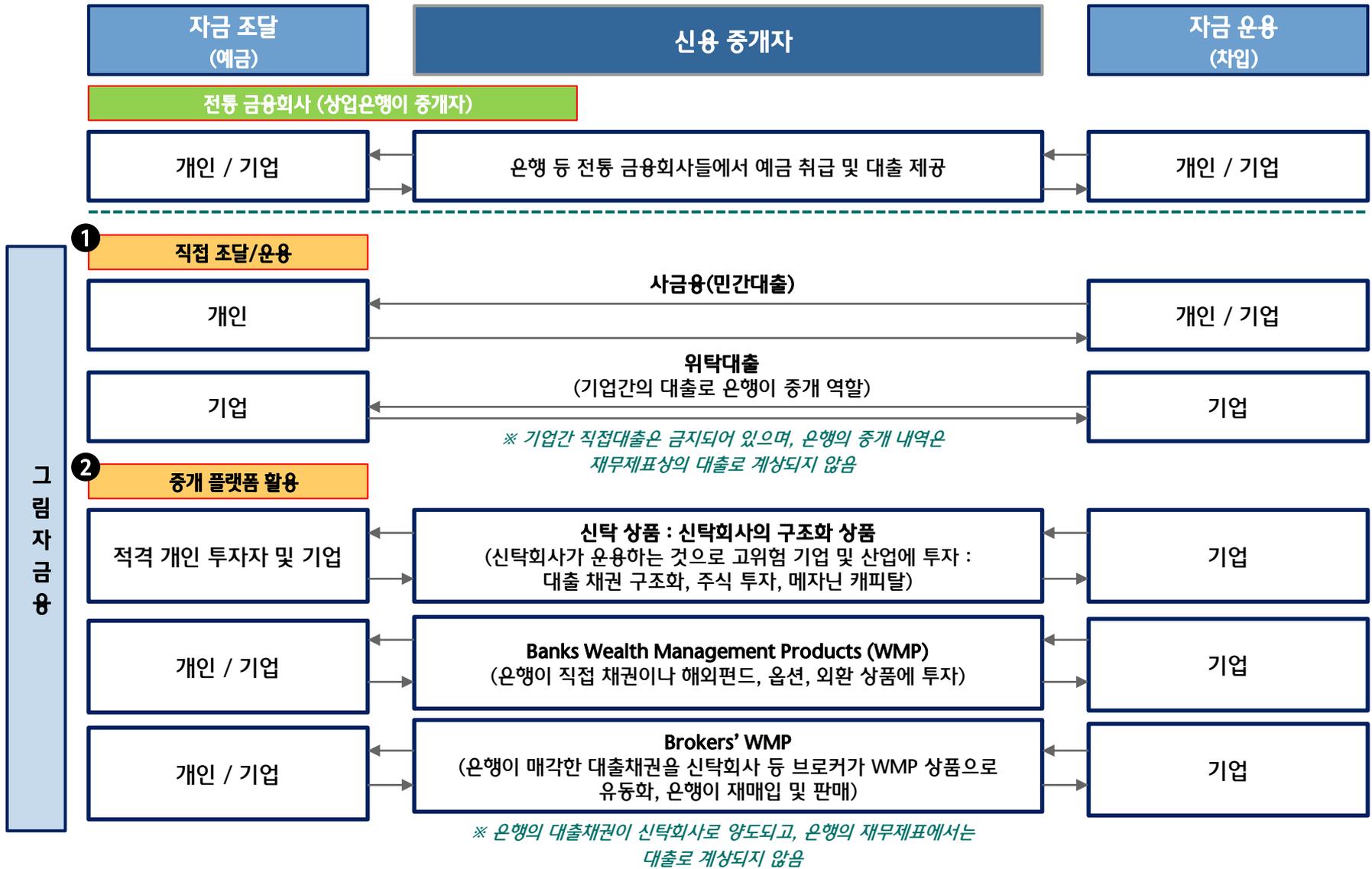
주 : 2006년까지 data는 전체 국유기업 및 영업수입 500만 위안 이상의 비국유기업 기준, 2007년부터는 영업수익 500만 위안 이상의 제조업 기업 또는 규모 이상의 제조업 data 기준, 2011년 이후 data는 영업수익 2천만 위안 이상인 제조업 기준
자료 : CEIC

민영기업 회사채 시장 디폴트 현황



주 : 2018년은 11월 5일까지 누적 기준
자료 : Wind, 光大证券研究所 자료 재인용

[참고3] 중국 그림자금융(Shadow banking) 항목

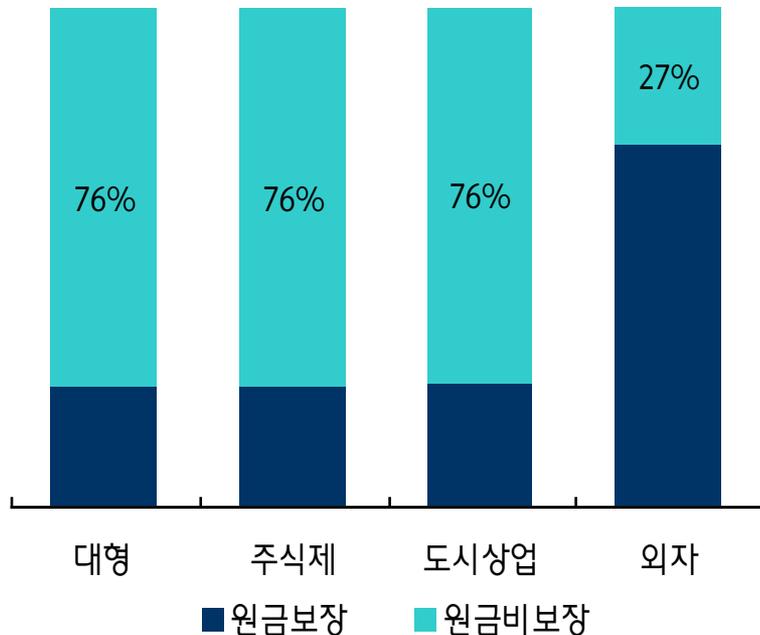


[참고4] 이재상품(Wealth Management Product) 구조

- 그림자금융의 대표 형태인 은행 이재상품(WMP)의 경우 잔액 기준으로 주식제상업은행 비중이 가장 크며, 대부분이 원금비보장 형태로 발행 (외자은행을 제외하고 76% 수준)
 - 이재상품 잔액은 2015년 이후 급증하였으나 최근 감소 추세로 2018년 말 기준 전년대비 25% 하락한 22조 위안을 기록
- 채권 투자 비중이 40% 이상으로 가장 높고 비표준화 채권*도 16% 수준

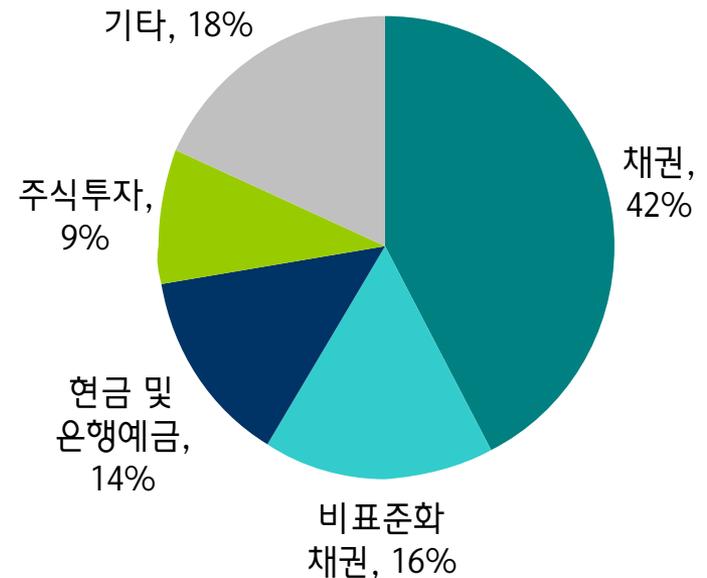
* 은행간 채권시장 및 증권거래소 등 감독당국의 승인을 받고 거래되는 시장에서 합리적인 가격으로 거래될 뿐만 아니라 유동성이 높은 채권성 자산을 표준화채권이라고 하고, 이외의 모든 기타 자산은 비표준화 채권

이재상품 중 원금비보장 (2017)



자료 : 중국은행업이재시장보고서(2017)

이재상품 투자 현황 (2017)

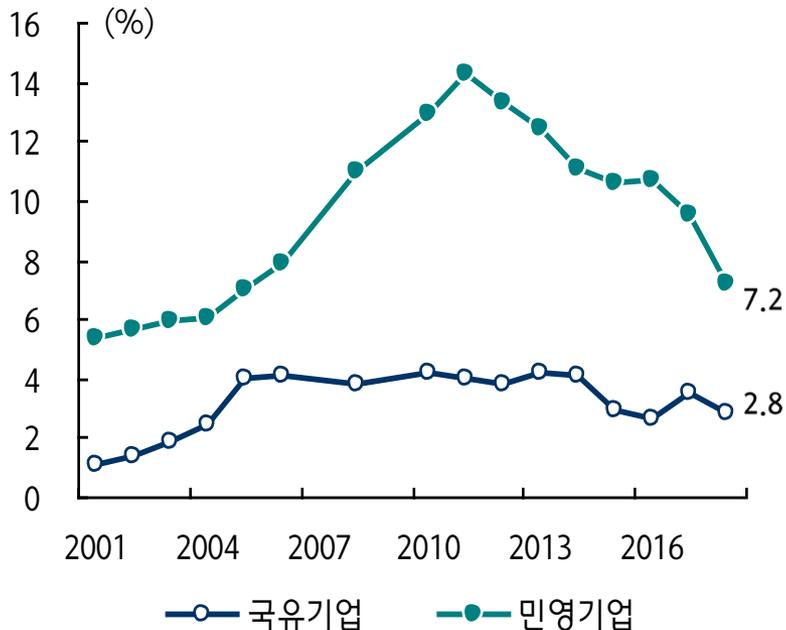


주 : 비표준화 채권 자산은 은행간 시장 및 증권거래소 시장에서 거래되지 않는 투자자산
 자료 : 중국은행업이재시장보고서(2017)

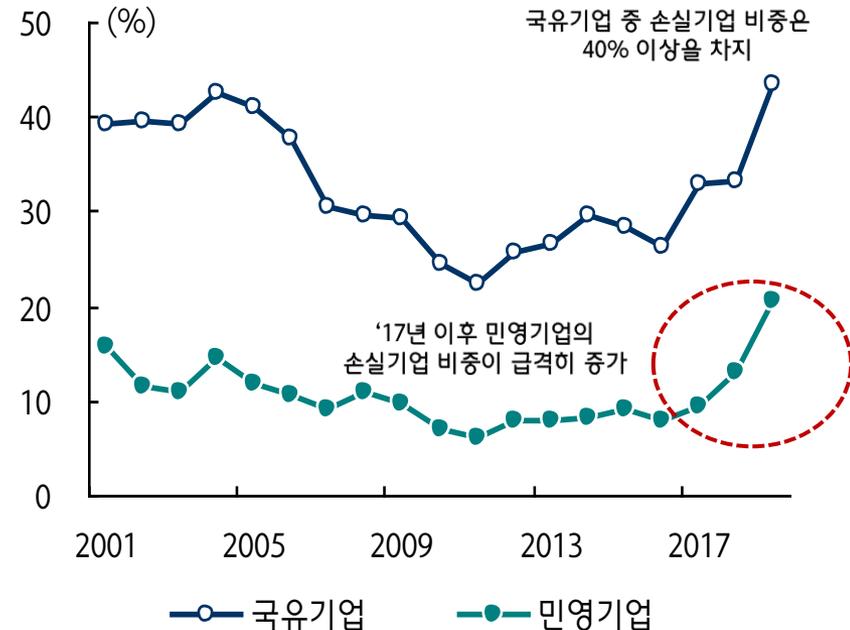
11-2. 국유기업 효율성 개선 지연

- 정부의 국유기업 개혁 의지에도 불구하고 국유기업들의 경영 효율성은 여전히 민영기업에 비해 낮은 수준
 - 국유기업 ROA는 민영기업을 크게 하회하고 있고, 전체 국유기업 중 적자기업 비중은 30~40%의 높은 수준을 유지
- 국유은행 대출을 독식하는 국유기업의 생산성과 효율성 저하는 기업부채 증가와 부실채권 확대라는 악순환으로 이어질 수 있고, 국진민퇴 문제가 지속되는 가운데 민영기업들의 영업환경은 더욱 악화
 - 민영기업 중 제조업 관련 기업이 많은 만큼 용자난이 지속될 수 있고, 일부 신용도가 낮은 기업들을 중심으로 디폴트가 확산될 가능성도 상존

국유와 민영기업의 ROA 추이



국유와 민영기업의 손실기업 비중 추이



주 : 2006년까지 data는 전체 국유기업 및 영업수입 500만 위안 이상의 비국유기업 기준, 2007년부터는 영업수익 500만 위안 이상의 제조업 기업 또는 규모 이상의 제조업 data 기준, 2011년 이후 data는 영업수익 2천만 위안 이상인 제조업 기준
자료 : CEIC

[참고5] 中 500대 민영기업 현황

- 통신장비 및 솔루션 업체인 화웨이가 2016년에 이어 2017년에도 500대 민영기업 중 1위를 차지하였고, 2위는 중국 최대 가전 유통업체인 쑤닝그룹이 차지
 - 민영기업 간에도 양극화가 심화되는 추세로 화웨이와 쑤닝의 경우 '17년 기준 영업수익이 각각 6,036억 위안과 5,579억 위안을 기록하였고, 500대 민영기업의 순이익도 약 40% 증가
- 500대 민영기업 중 제조업 비중이 50% 이상이며, 업종별로는 금속제련 관련 산업과 건축업, 부동산업, 도매업 등의 영업수익이 높은 편

500대 민영기업 중 상위 10대 기업

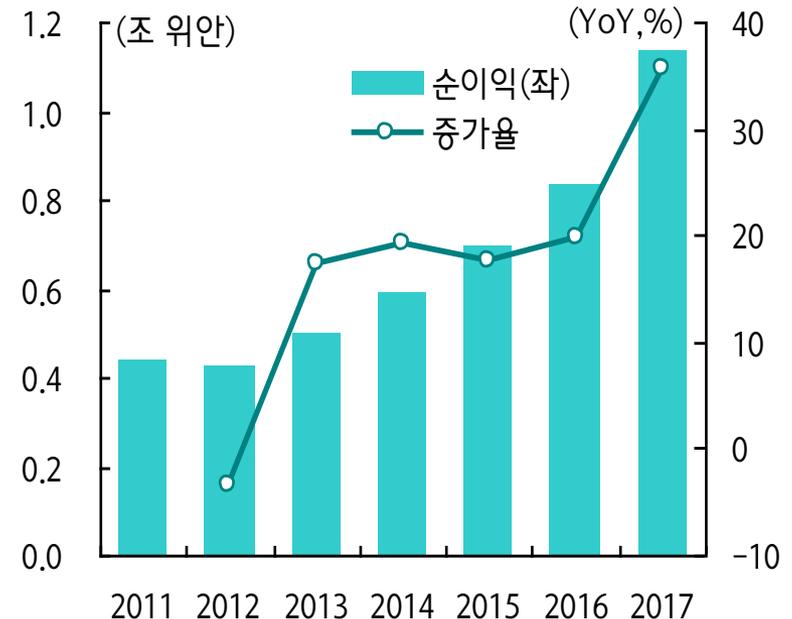
순위	기업명	분야	영업수입 (억 위안)
1	화웨이(华为投资控股有限公司)	통신, 전자제품	6,036
2	쑤닝(苏宁控股集团有限公司)	소매업	5,579
3	정웨이(正威国际集团有限公司)	유색금속 제련	4,918
4	징둥(京东集团)	인터넷 서비스	3,623
5	산둥(山东魏桥创业集团有限公司)	유색금속 제련	3,596
6	리엔상(联想控股股份有限公司)	통신, 전자제품	3,163
7	형다(恒大集团有限公司)	부동산	3,110
8	귀메이(国美控股集团有限公司)	소매업	3,094
9	형리(恒力集团有限公司)	화학제품 제조업	3,079
10	다상(大商集团有限公司)	소매업	2,808

주 : 2017년 기준

자료 : All-China Federation of Industry and Commerce

500대 민영기업의 순이익 추이

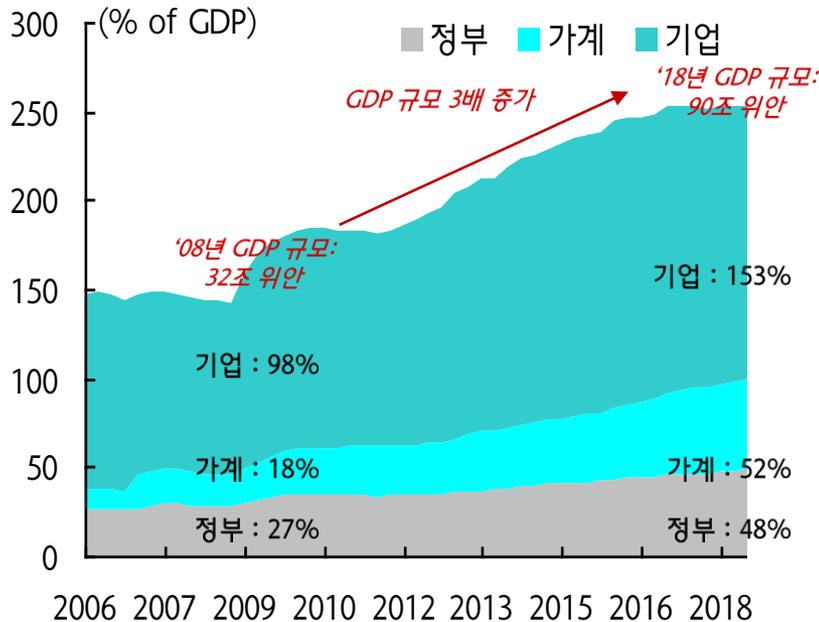
※ 우량 민영기업들의 경우 순이익이 높은 증가세를 지속



11-2. 정책전환으로 부채 리스크 재부각 ① : 기업부채

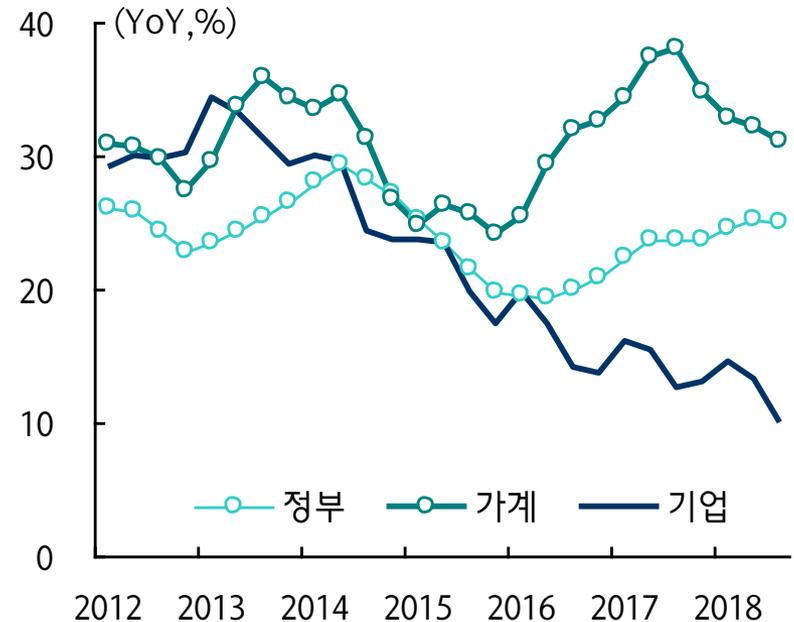
- 기업 부문을 중심으로 경제 전반의 부채('18년 GDP 대비 253%)가 높은 수준을 지속하는 가운데 경기부양을 위한 정부의 유동성 공급 등은 부채 리스크를 자극할 소지
 - 기업부채는 고성장을 위한 투자 중심의 경제구조 하에 국유기업들을 중심으로 투자를 대폭 확대하면서 누증되어 왔으나, 최근 부채 감축 노력 등으로 증가세는 다소 둔화
- 경기 둔화 속 미중 무역전쟁 등에 따른 기업들의 실적 악화로 부실이 확대될 경우 은행 건전성 악화로 이어질 수 있고, 금융 시스템 리스크를 촉발할 가능성도 상존

경제 주체별 부채 현황



자료 : BIS

경제 주체별 부채 규모 증가율 추이

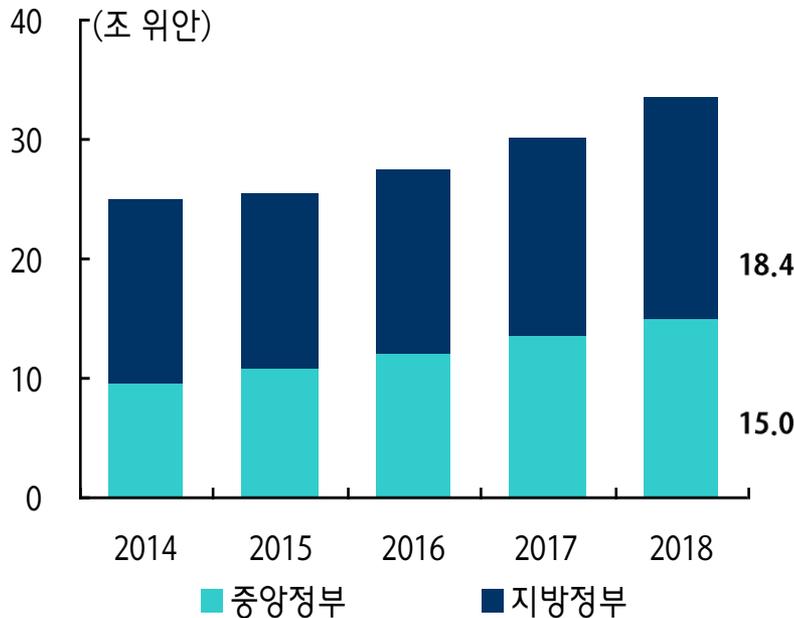


자료 : BIS

11-2. 정책전환으로 부채 리스크 재부각 ② : 지방정부 부채

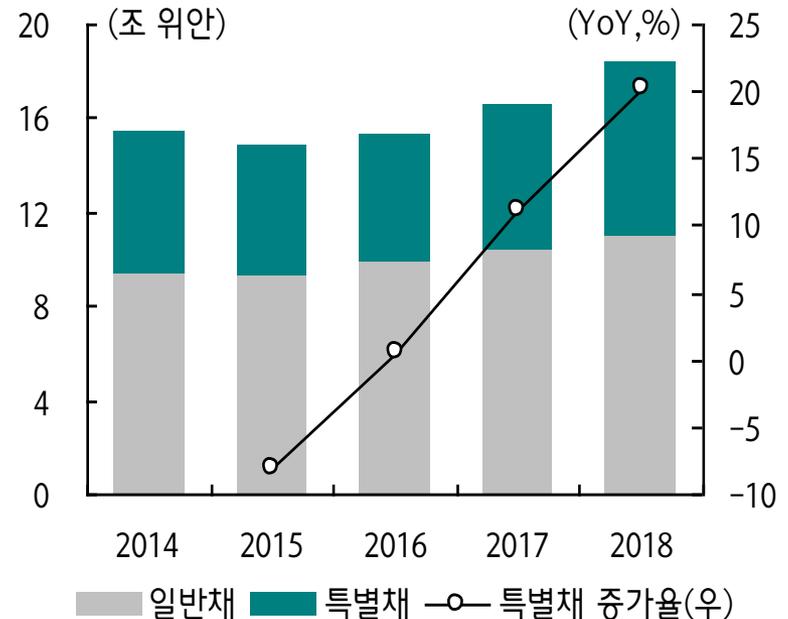
- 지방정부 부채의 불확실한 규모 및 지방정부융자플랫폼(LGFV)의 롤오버 리스크 등의 위험성이 재부각
 - 정부가 공식 집계한 지방정부 부채 규모는 '17년 기준 16.5조 위안이나, LGFV 등의 암묵적 부채가 8.9조~38조 위안 수준
 - LGFV 부채는 단기로 조달한 자금이 수익성이 저조한 장기의 인프라 프로젝트에 투입되면서 만기 불일치에 따른 롤오버 리스크가 존재하고, 지방정부 재정여력에 따라 부실화 노출도 큰 편
- 경기부양의 일환으로 인프라투자를 위한 지방정부 특별채 발행이 확대되고 있는데, 공식 부채로 분류되지 않는 특별채도 사실상 “부채” 성격을 띠고 있어 중장기적으로 중앙정부의 부채 부담을 가중시킬 가능성

중앙 및 지방정부 채권 발행 추이



주 : 재정부 공식 통계 기준
자료 : CEIC

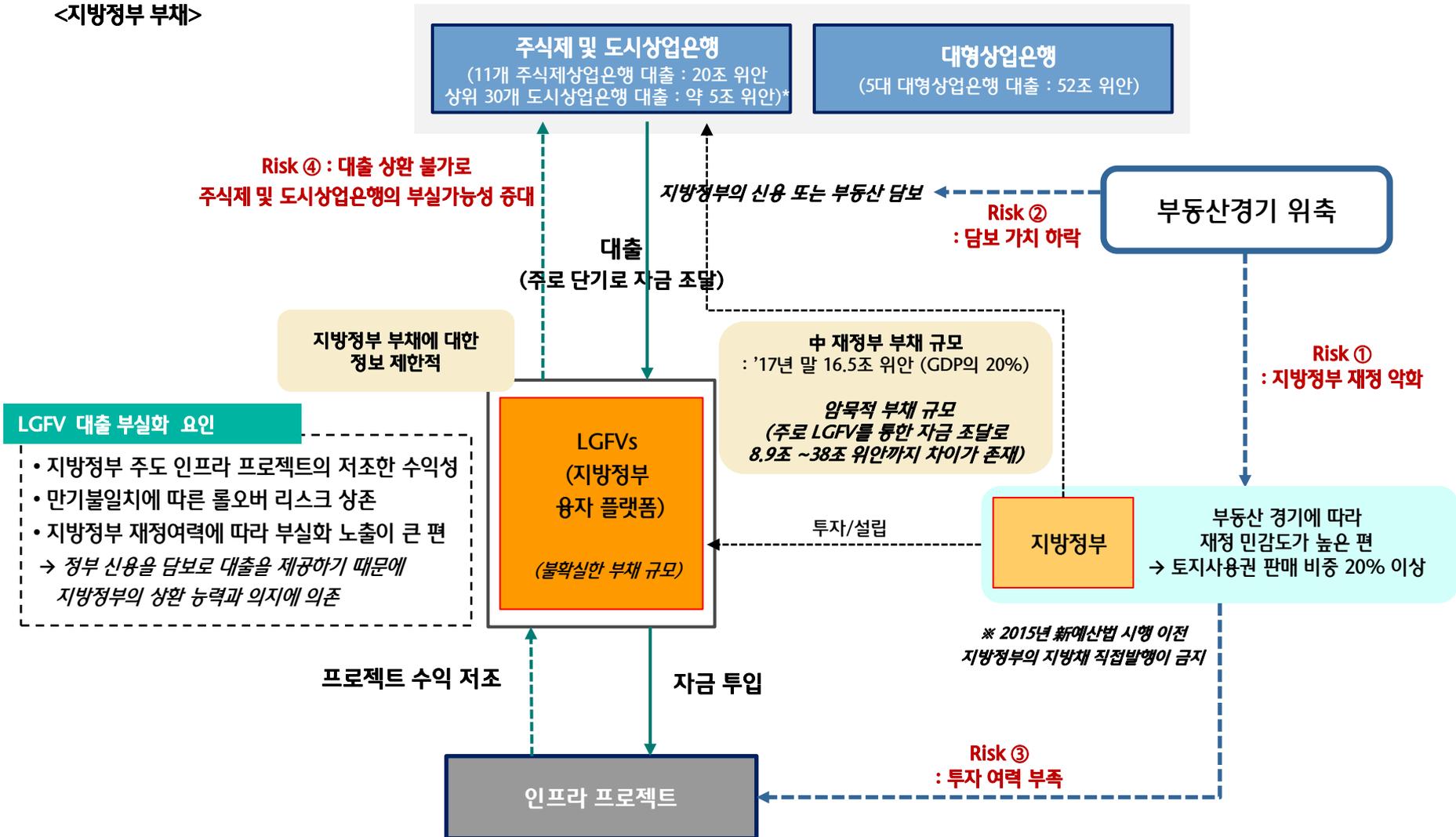
지방정부 특별채 발행 추이



주 : 중국 新예산법에 따라 지방정부 채권은 일반채과 특별채로 구분되고, 특별채의 경우 정부성 기금 예산으로 편입되어 부채로 분류되지 않음
자료 : CEIC

[참고6] 지방정부 부채 Risk

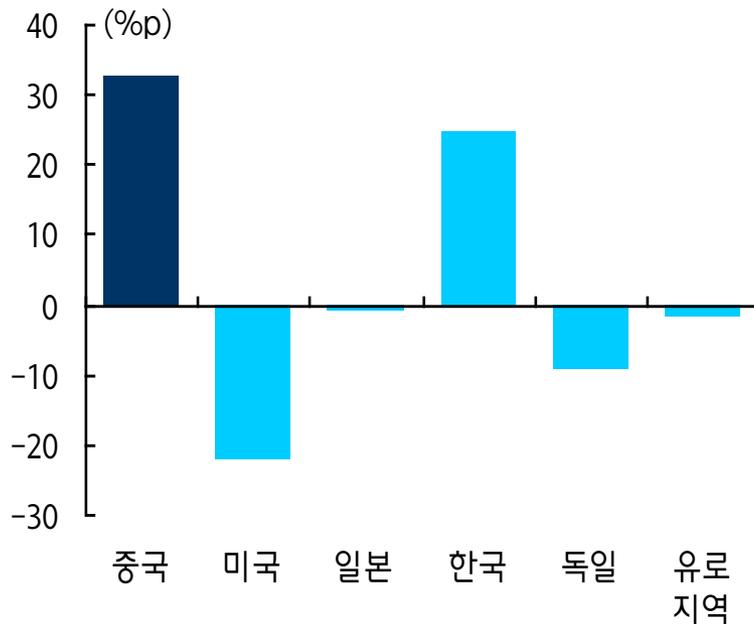
<지방정부 부채>



11-2. 정책전환으로 부채 리스크 재부각 ③ : 가계부채

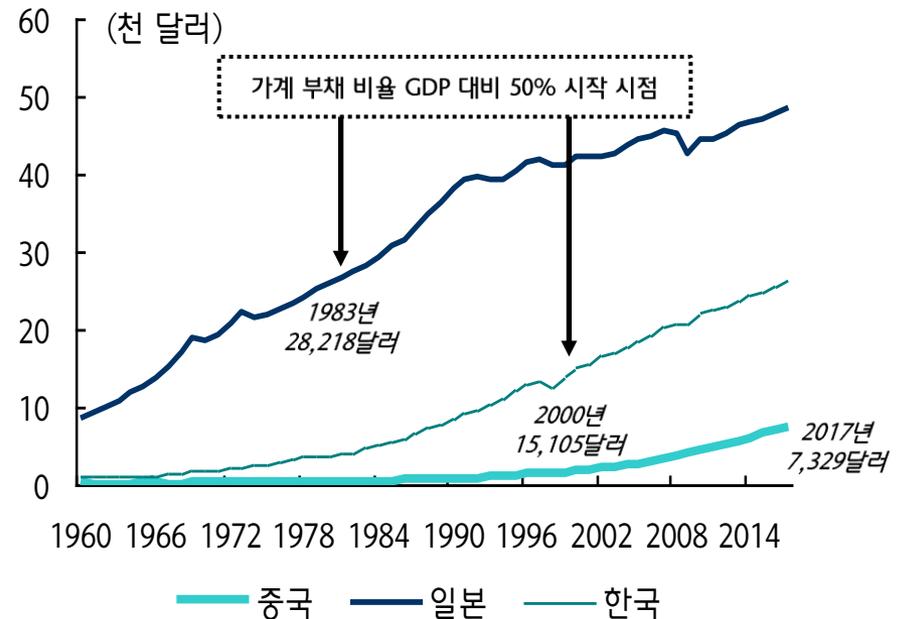
- 가계부채의 경우 정부와 기업에 비해 상대적으로 낮은 편이나 최근 급속한 상승세가 문제점으로 지적
 - 가계대출 중 70% 이상이 모기지대출로 최근 대형상업은행을 중심으로 대출액 중 주택담보대출 비중이 빠르게 상승
 - 더욱이 중국 가계부채 비율이 선진국(美 76%, 韓 97%, 유로 58%)에 비해 양호한 수준('18.3Q 51.5%)이긴 하나, 동 수준이 한국과 일본 등에 비해 1인당 GDP가 훨씬 낮은 수준에서 도달함에 따라 성장 여력을 약화시킬 가능성
- 도시 지역의 가처분 소득 증가세 둔화와 함께 주택시장 부진 지속 등으로 가계부채 상환 부담도 증대

주요국의 GDP 대비 가계부채 비율 상승폭



주 : 2007년 말 대비 2018년 3/4분기
자료 : BIS

주요국의 1인당 GDP 추이



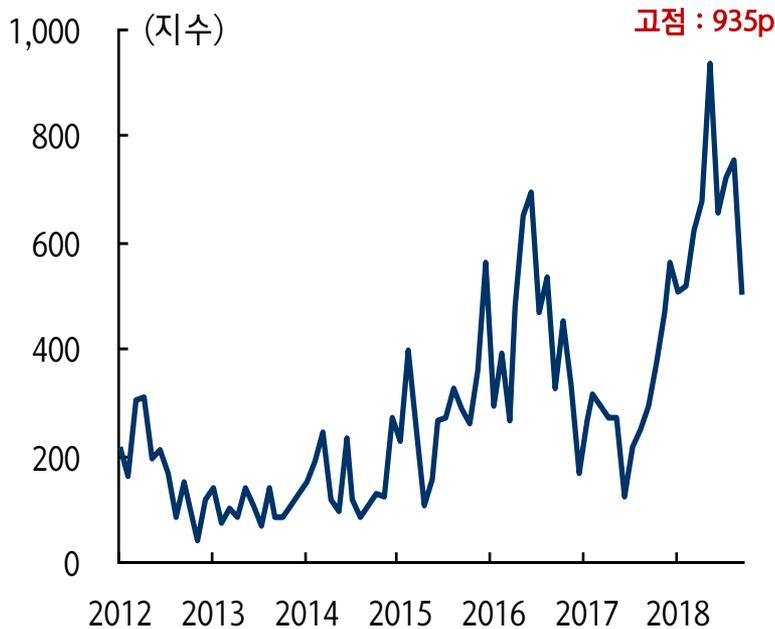
주 : Constant 2010 U.S. dollar 기준
자료 : World Bank

II-3. 정책 불확실성 증대 ① : 경기부양 한계

- 경기부양으로의 정책 선회가 구조개혁 지연 우려로 이어지면서 정부의 경제정책에 대한 불확실성이 증대
- 경제 전반의 부채 문제(기업의 과잉부채, 지방정부의 잠재적인 부채, 가계부채 급증 등)로 추가적인 레버리징이 제한되는 상황에서 경기부양 강도와 지속력이 약화될 가능성
 - 다소 완화적인 통화정책 기조는 유지하되 여전히 과도한 유동성 공급은 지양한다는 입장이며, 부동산 규제도 지속

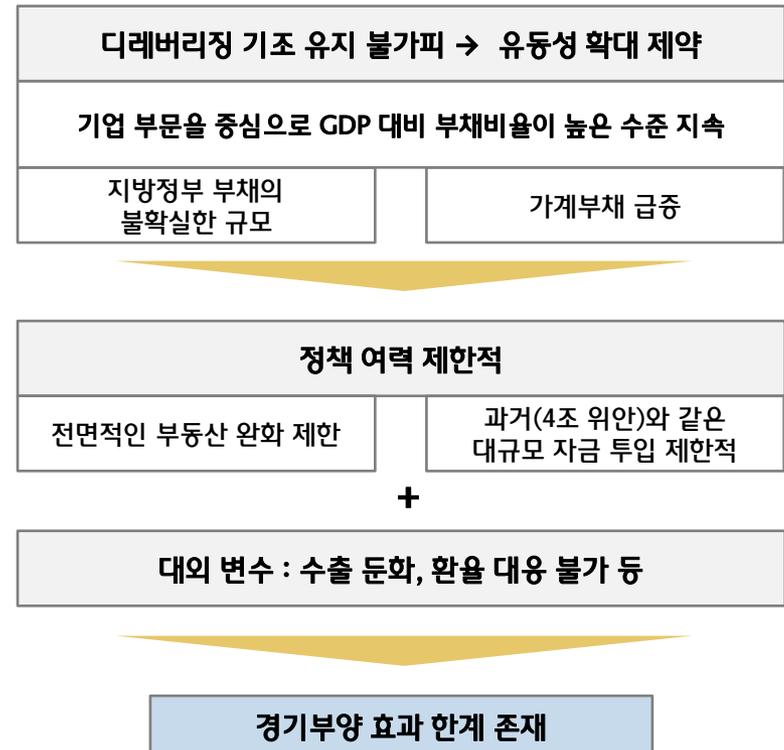
중 경제정책 불확실성 지수

※디레버리징 정책 부작용 및 대외 악재 등으로 정책 불확실성 지수 급등



자료 : Bloomberg

경기부양과 부채관리 딜레마

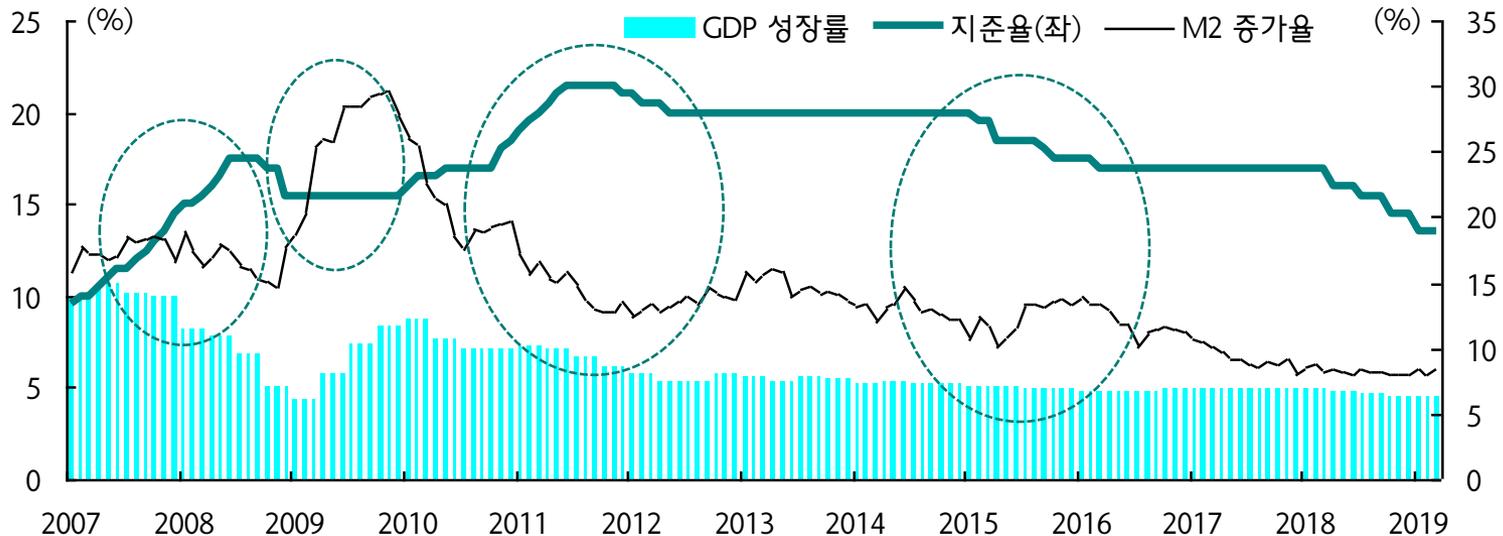


II-3. 정책 불확실성 ② : 정책 전환 주기 축소

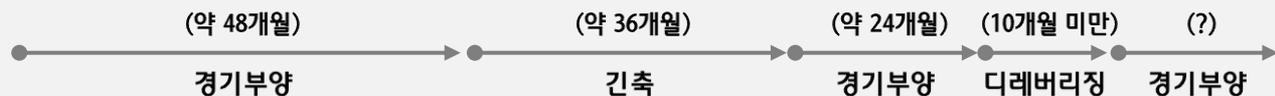
- 정책 기조 전환 주기 축소에 따른 정책 이행자들의 관망심리 확대로 경제정책 효과가 지연될 소지
 - 정부의 정책 신뢰도가 저하되고 경제주체들의 확신이 개선되지 못할 경우 관망심리는 지속될 가능성
 - 은행 등 정책 이행자들은 정부의 경기부양으로의 정책 선회에도 불구하고 향후 디레버리징 강화 기조로 전환될 상황에 대비해 여전히 리스크 관리 기조를 유지 (민영기업에 대한 대출 회피 현상도 지속)

지준율 및 M2 증가율 추이

※은행 지준율 변화에 따른 통화량 공급/축소 효과가 점차 약화



정책
기조
변화

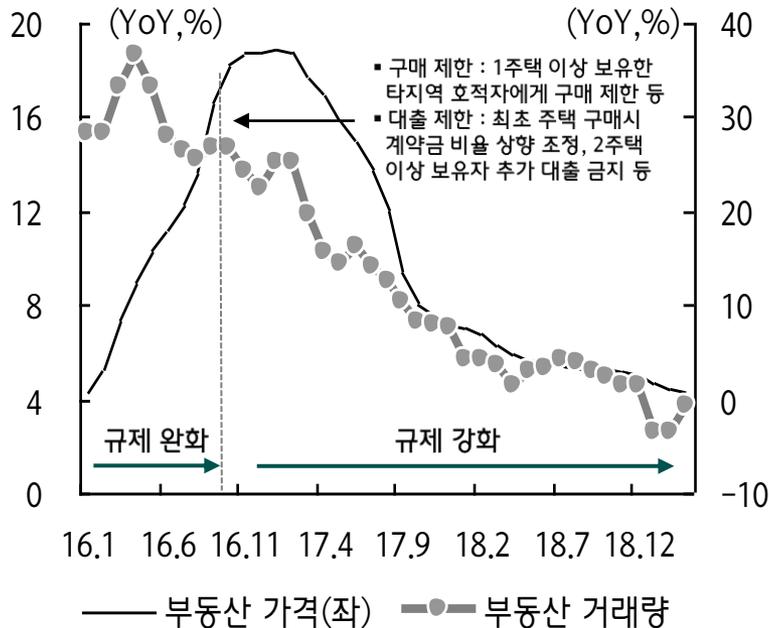


주 : 정책기조는 개략적으로 산정
자료 : CEIC, "China's stimulus: not like it used to be," 2019.4, FT

II-3. 정책 불확실성 ③ : 부동산 경기 불확실성 증대

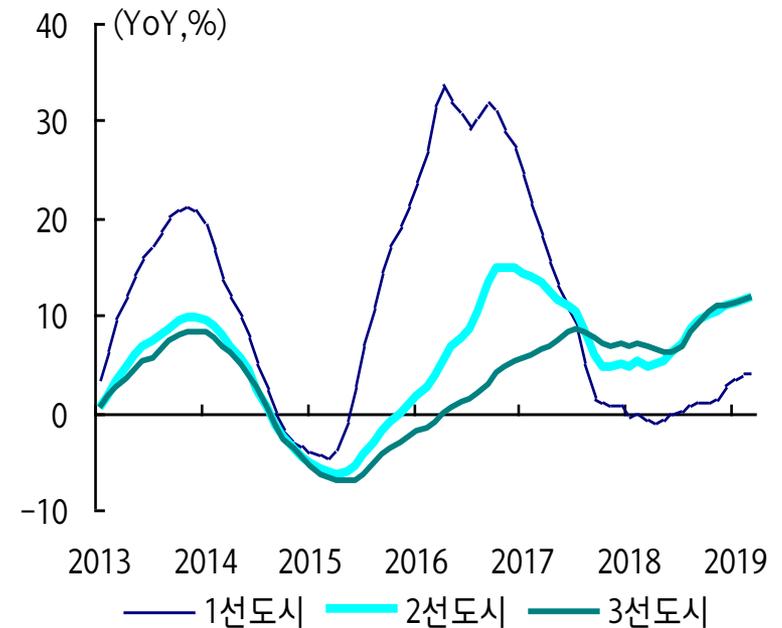
- 그동안 중국 정부는 실물경제 회복 강도와 가장 밀접한 부동산 시장 부양을 통해 안정 성장을 지지해 왔으나, 과열 우려 등으로 규제 기초를 지속함에 따라 경제에 downside 리스크로 작용할 가능성
 - 과도한 유동성이 부동산 시장으로 유입되어 버블로 이어지는 것을 경계하고, “주택은 투기대상이 아니다”라는 입장 견지
- 대도시에서의 가격 억제정책과 소도시에서 주택거래 활성화 지원 등 이원화된 정책을 지속 추진

부동산 가격 및 거래량(판매면적) 추이



주 : 주요 100대 도시 기준
자료 : Fang.com, CEIC

도시 규모별 부동산 가격 추이



자료 : Bloomberg

II-4. 대외 변동성 확대 ① : 美中 갈등은 단속적인 불안요인

- 미중 무역협상 향방에 따른 불확실성이 지속되는 가운데 결렬될 경우 수출 감소 등으로 성장 동력이 약화될 수 있고, 협상 타결 시에도 對美흑자 감소 및 수입 증가, 대외개방 부담 등이 부정적 요인으로 작용할 소지
 - 최근 들어 미중 무역협상 타협성사 기대가 확산되었으나 11차 협상(5/9~10)이 좌초되면서 양국 긴장이 재고조
- 더욱이 중국 정부의 “중국제조 2025” 전략 수정 또는 양보 가능성에도 불구하고 제조업 업그레이드 정책 방향은 유지할 것으로 예상됨에 따라 양국의 21세기 기술패권을 둘러싼 갈등은 지속

美中 무역합의 주요 쟁점사항 및 경과

쟁점 사항	중국 대응	합의 여부	특이 사항
무역불균형 해소	농산품,반도체,항공기 등 수입 확대 '24년까지 무역수지 균형 도달	대체로 합의	6년간 12조\$ 규모 수입 확대
환율조작 금지	인위적 위안화 약세 부인	대체로 합의	최근 인위적 환율관리 억제
지재권 보호, 기술강제이전 금지	외국인투자법 개정 통과 등 Negative List 축소, 공정경쟁보장 등	미국측 미흡 인식	'20.1월 발효
중국내수시장 개방 확대			실행 예정
첨단산업 국가통제 제한 보조금 지급 금지	항공,AI,전자분야 보조금 축소, 중국제조 2025 수정안 제시	미국측 미흡 인식	구체방안 미정
징벌적 관세 부과	미국 주장 불합리 반박 (징벌 관세 부과시 WTO 제소 금지)	중국 반발	-
中 보복관세 금지	쌍방 적용 주장	중국 반발	-

자료 : 국제금융센터 자료 재인용

[참고기] 외상투자법 (外商投資法) 신설

- 중국 정부는 기존의 외국인 투자 관련법인 ‘외자 3법(外資三法): 중외합자(合資)경영기업법, 외자기업법, 중외합작(合作)경영기업법’을 대체하는 신규 법안인 외상투자법을 마련
 - 외상투자법 조항들이 매우 광범위하고, 구체적인 제재 및 이행 방법 등이 부족하다는 평가
 - 외상투자법은 2020년 1월 1일부터 전면 시행될 예정이며, 외자 3법은 폐지

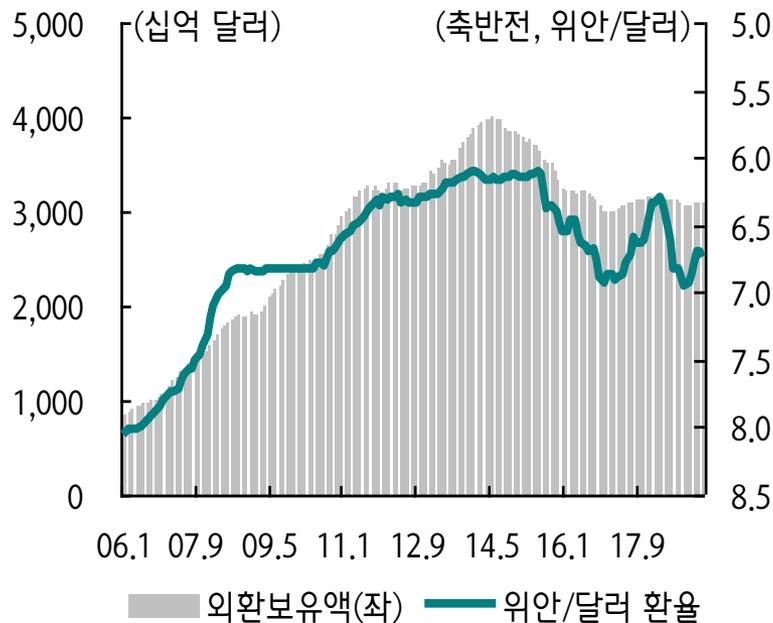
외상투자법 주요 내용

구분	주요 내용
제1장 총칙	<ul style="list-style-type: none"> - 외상투자법 신설로 그동안 외국인 투자 관련법인 외자 3법(外資三法)은 폐지 - 본 법에서의 ‘외상투자기업(外商投資企業)’이란 외상투자자가 전부 또는 일부를 투자하여 중국 법률에 따라 중국 내에서 등록 설립한 기업을 지칭
제3장 투자 보호	<ul style="list-style-type: none"> - (제21조) 외국 투자자의 중국 내 출자, 이윤, 자본수익, 자산처분소득, 지식재산권사용료, 법에 따라 받은 보상이나, 배상, 청산소득 등은 법에 따라 위안화, 외화로 자유롭게 유입·전출 가능 - (제22조) 국가는 외국 투자자와 외상 투자기업의 지식재산권을 보호하고, 지식재산권 권리자와 관련 관리자의 합법적 권익을 보호하며, 지식재산권 침해행위는 법에 의거하여 법률적 책임을 추궁
제 4장 투자 관리	<ul style="list-style-type: none"> - (제31조) 외상투자기업의 조직형태, 조직기구 및 활동규칙은 ‘회사법(公司法)’과 ‘합영기업법(合夥企業法)’ 등 법률의 규정을 적용 - (제34조) 외상투자자 또는 외상투자기업은 기업등기시스템 및 기업신용정보 제공시스템을 통해 상무주관부서에 투자 정보를 제출해야 함
제6장 부칙	<ul style="list-style-type: none"> - (제41조) 외국인투자자가 중국 내에 투자은행, 증권, 보험 등 금융업종에 투자하거나 증권시장, 외환시장 등 금융시장에 투자하여 관리하는 경우 국가가 별도로 규정한 규정에 따라야 함

II-4. 대외 변동성 확대 ② : 환율 변동성 확대

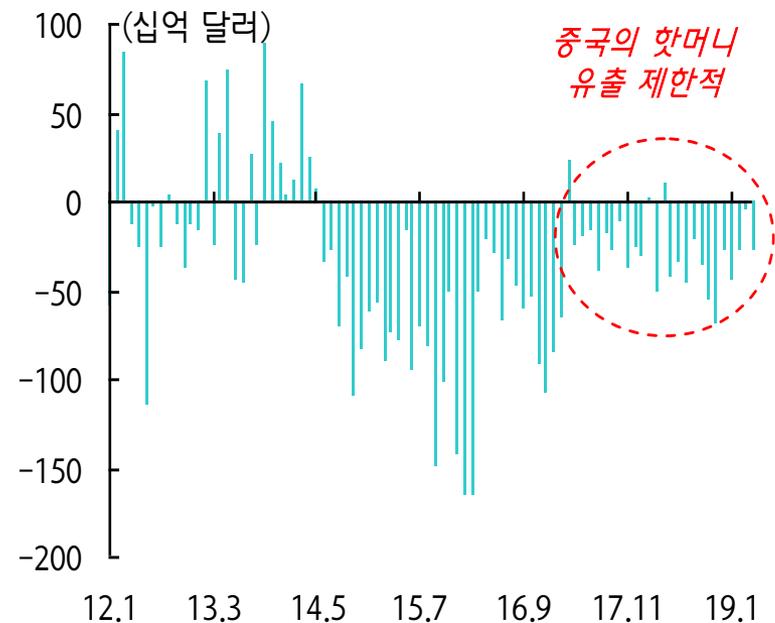
- 미중 무역분쟁 및 경기 둔화세 확대로 위안화 약세가 지속되면서 심리적 저항선인 7위안 돌파 우려가 점증
 - 정부가 경기부양을 위해 통화완화 정책으로 기조를 전환한 상황에서 위안화 가치 하락 압력이 가중될 소지
- 중국 정부가 위안화 약세에 따른 자본유출 가능성과 미국과의 환율 합의로 경쟁적 평가절하 가능성을 일축하고 있으나, 양국 갈등이 고조될 경우 위안화 절하 등 다방면적인 보복 조치도 시행 가능
 - 미국과 중국 모두 환율조작 금지 등의 쟁점사항에 대체로 합의한 상황이며, 최근 中 정부는 인위적 환율 관리를 억제

외환보유액 및 위안/달러 환율 추이



자료 : CEIC

중국의 핫머니 유출입 추이



주 : 핫머니 = 외환보유액 증감 + 외화예금변동 - 무역수지 - 직접투자수지
자료 : CEIC

감사합니다
