

實·事·求·是

# 2015년 중국자본시장연구

CHINA CAPITAL MARKET RESEARCH

금융투자협회  
Korea Financial Investment Association

중국자본시장연구회  
CHINA CAPITAL MARKET RESEARCH





# 축사

## ■ 중국 자본시장 개방 확대에 즈음하여

세계 경제의 중심축으로 부상한 중국은 최근 자본시장 개방에 속도를 내고 있습니다. 후강통의 시행과 RQFII 확대 등을 통해 중국의 자본시장에 대한 접근성이 획기적으로 개선됨에 따라 글로벌 투자자들의 관심도 높아지고 있습니다.

이미 상하이 증시와 홍콩 증시를 합한 중국 자본시장은 미국에 이어 세계에서 두 번째로 큰 규모의 시장으로 떠올랐으며, 중국 정부의 금융혁신 노력이 가속화됨에 따라 질적인 측면에서의 진전도 기대되고 있습니다.

저성장과 저금리로 침체된 우리 금융투자산업에 있어서 중국 자본시장은 새로운 성장의 돌파구가 될 것으로 전망되고 있습니다. 특히 2014년 한중 정상회담을 통해 원-위안화 직거래시장 개설, 800억 위안의 RQFII 쿼터 부여, 한국 기업의 위안화 표시채권 발행 등이 합의됨에 따라, 앞으로 우리 금융투자업계의 중국 본토 투자상품 및 위안화 연계 금융상품 개발이 크게 활성화될 것으로 기대됩니다.

중국자본시장연구회는 2009년 창립 이래 실사구시의 입장에서 중국 자본시장과 관련된 주요 이슈들을 선제적으로 제시함으로써, 한중간 금융투자 비즈니스 확대에 큰 기여를 하고 있습니다.

이번 「2015년 중국자본시장연구」 책자는 최근 중국 자본시장의 주요 이슈에 대한 심도 있는 연구 성과들을 집대성하고 있습니다. 중국 자본시장에 관심이 있으신 모든 분들께 유익한 자료가 될 것으로 생각합니다.

그동안 정기 세미나, 중국 현지 컨퍼런스, 연구자료 발간 등을 통해 중국 자본시장 연구와 관련한 다양한 사업을 전개해 주신 중국자본시장연구회 유재훈 회장님과 회원 여러분의 노고에 감사드리며, 올 한해 더욱 활발한 활동을 기대하겠습니다.

2015년 2월

**금융투자협회 회장 황영기**

## ■ 새로운 한중간 자본시장 연계 모색

전세계인이 이제는 뉴 노멀이라는 단어에 익숙해 지고 있다. 이에 더해 세계 경제에 던져진 저유가 충격은 2015년을 준비하는 경제주체에게 새로운 과제를 던져주고 있다. 뉴 노멀 시대에도 한국 경제에 변하지 않는 고정변수가 있으니 바로 중국의 존재이다. 중국 경제의 앞날이 바로 한국 자본시장의 위기이자 기회인 점은 우리 앞에 변화하지 않는 몇 안 되는 사실들 중에 하나가 될 전망이다.

2014년 12월에 열린 중국 중앙경제공작회의에서 결정된 2015년도 경제정책 운용방향을 보면 중국판 뉴 노멀에 대한 진단과 그에 대한 대응방향이 소상히 나와 있다. 천위위 인민은행 통화정책 위원은 뉴 노멀 시대의 중국의 거시 경제정책은 케인즈식 총 수요관리정책과 거시 총량위주의 정책운용에서 벗어나 다양하고 적극적인 경제정책 수행이 필요하다고 전망했다. 즉, 구조 개혁정책, 소득정책과 같은 미시정책, 단기 경기변동에 대한 선제적 관리, 사회안전망 구축 등이 그것들이다.

자본시장과 관련해서는 주식발행제도의 개혁, 지방채 발행 전면 허용, 금리 및 자본 자유화 확대, 다층적 자본시장 육성, 채권시장의 육성, 국채시장과 무위험 기준금리 결정 메커니즘의 다양화 등 그간 논의되었던 과제가 다시 한번 강조될 전망이다. 주목할 점은 베이징 증권춘을 중심으로 한 벤처기업을 위한 장외시장의 발전과 채권시장의 실질적 변화를 위한 은행간시장외 여타 채권시장 다변화 움직임이라고 할 것이다.

한국 자본시장의 대중국 대응은 이미 시작한 위안화 역외허브 정책에 기반하여 기존에 설정된 후강통과 RQFII 등 중국의 자본시장 개방 루트를 더욱 강화하는 한편, 새로운 채권시장과 비상장 투자증권을 포괄하는 새로운 한중간 자본시장 연계를 끊임없이 모색하는 것이 되어야 할 것이다. 이러한 과제를 수행하는 데 있어 가장 중요한 것은 중국 자본시장에 전문적인 지식을 갖춘 사람을 확보하는 것이어야 한다.

그런 점에서 2014년은 중국자본시장연구회가 그 어느 해보다 주목도 받고 일도 많이 한 해로 기억될 것이다. 그러나, 중자연의 본격적인 활동은 2015년부터 시작된다고 말해야 할 것이다. 중국자본시장연구의 깊이와 폭을 더 넓고 깊게 하기 위하여 비 금융 분야의 중국 전문가의 영입, 리서치위원회의 신설, 임원진들의 개편과 확충 등과 함께 중자연 북경지회와 상해지회가 설치 될 예정이다. 중국관련 연구소와의 공동행사도 더욱 활발해질 것이며, 특히 중국의 대한 투자수요가 증대함에 따라 중국의 다양한 기관 투자자와의 공동행사가 예상되고 12월에는 상해 현지 세미나도 개최할 예정이다. 벌써 새로운 중자연을 떠올리면 가슴이 뒹군다. 중자연을 사랑해 주신 여러분들에게 진심어린 감사의 마음을 전한다.

2015년 2월

중국자본시장연구회 회장 유재훈

# Contents



축 사 : 중국 자본시장 개방 확대에 즈음하여  
 금융투자협회 회장 황영기  
 권두언 : 새로운 한중간 자본시장 연계 모색  
 중국자본시장연구회 회장 유재훈

## 2015년 중국경제와 리스크

1. 중국판 뉴노멀 시대의 최대 수혜는 중국주식시장 ..... 3  
 「조용준」 하나대투증권 리서치센터장
2. 중국경제와 금융을 다시 본다: 大 전환, 大 기회, 大 위험 ..... 21  
 「전병서」 중국경제금융연구소장
3. 중국 유동성 위기에 대한 이해 ..... 53  
 「안유화」 자본시장연구원 국제금융실 연구위원
4. 전환기의 중국 부동산시장과 리스크 평가 ..... 61  
 「이치훈」 국제금융센터 연구분석실 부장

## 중국 자본시장 동향

5. 최근 중국 금융회사의 M&A 동향과 시사점 ..... 73  
 「변웅재」 법무법인 율촌 변호사
6. 중국 채권과 배당주 인컴상품 설계이슈 ..... 79  
 「김혜원」 한국투자신탁운용 마케팅기획본부 부장
7. 2014 중국 VC 투자 동향 및 Hot Spot 섹터 ..... 89  
 「홍원호」 KTB네트웍스(상해) 전무이사
8. 중국 ABS시장의 급성장이 주는 한국의 기회와 리스크 ..... 99  
 「오광진」 한국경제신문 기자

## 중국 금융 핫이슈

9. 중국의 핀테크 현황과 펀드상품 사례 ..... 107  
 「정유신」 서강대학교 경영학부 교수
10. 후강통이 한국자본시장 미래에 던지는 시사점 ..... 115  
 「유재훈」 한국예탁결제원 사장

11. 후강통, 기회 속에 유의할 점 ..... 119  
 「정진표」 현대증권 무역센터WMC 근무

**한중 금융 협력**

12. 위안화 위상제고와 위안화역외센터 활성화 방안 ..... 129  
 「이창영」 중국금융연구원 원장
13. 원-위안 직거래 체제의 리스크 점검 ..... 135  
 「지만수」 한국금융연구원 연구위원
14. 중국의 금융개혁종합시험구 운용과 한-중 금융협력 방안에 대한 시사점 ..... 147  
 「김명아」 한국법제연구원 부연구위원

**중국 법규**

15. 중국 상장기업의 공시와 재무제표 감독관리 ..... 161  
 「김태호」 딜로이트 차이나비즈니스센터 파트너
16. 중국 자산유동화(ABS) 법제의 변화와 발전 ..... 171  
 「최용원」 법무법인 세종 북경사무소 대표변호사

**글로벌 경제흐름 읽기**

17. 중국의 금융자산에서 국부를 늘릴 기회 온다 ..... 185  
 「김영익」 김영익금융연구소 소장
18. 팩스시니카의 총아, 런민비(人民幣) ..... 193  
 「최현규」 뉴스핌 중국본부장
19. 급증하는 중국 관광객과 한국경제 ..... 209  
 「조창완」 새만금개발청 행정사무관

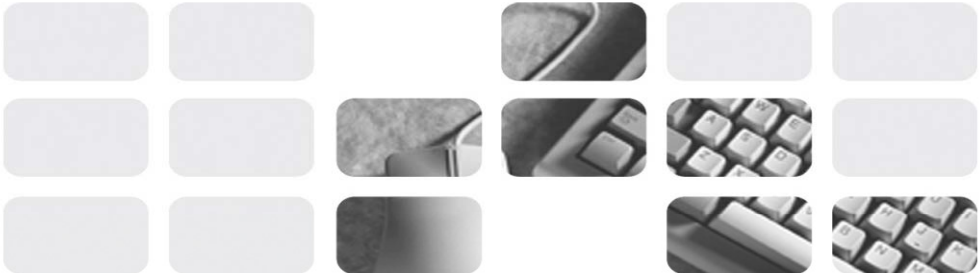
**부 록**

20. 중국투자로 가는 길, 증자연 10선 ..... 217  
 「리서치위원회」
21. 중국 친환경 건축자재 시장 및 기업분석 ..... 301  
 「이희원」 대외경제무역대학교 경제분석동아리(UEA) 회장
- ※ 편집후기 ..... 311



# 2015년 중국경제와 리스크

1. 중국판 뉴노멀 시대의 최대 수혜는 중국주식시장
2. 중국경제와 금융을 다시 본다: 大 전환, 大 기회, 大 위험
3. 중국 유동성 위기에 대한 이해
4. 전환기의 중국 부동산시장과 리스크 평가





# 중국판 뉴노멀 시대의 최대 수혜는 중국주식시장

조 용 준\*

## ▶ 2015년 중국경제 전망: 뉴노멀 환경하에 연간 7.3% 성장 전망

2015년 전망에 앞서 향후 3-5년 중기적인 시각에서 중국경제에 가장 중요한 포인트는 중국식 뉴노멀(신창타이: 新常态)이라고 할 수 있다. 이는 시진핑-리커창 지도부의 등장과 함께 정부와 금융시장에서 가장 자주 쓰이고 있는 말이다. 대내외 전문가들은 중국식 뉴노멀에 대해 성장률의 점진적인 하락과 부채의 디레버리징으로 국한하고 있지만, 중국 내부 정치인과 전문가들은 경제, 사회, 정치, 외교 등 현상들을 좀더 포괄적으로 정의하고, 강력한 의지를 갖고 실현하려는 미래의 모습이라는 측면으로 접근하는 모습이다. 실제로 지난 12월11일 폐막한 경제업무회의에서는 뉴노멀시대의 특징과 환경변화를 대대적으로 강조하면서, 과거 후진타오 정부의 '과학발전관'과 장저민 정부의 '3개 대표론'과 같은 신정부의 핵심 정책인식으로 자리잡은 모습이다.

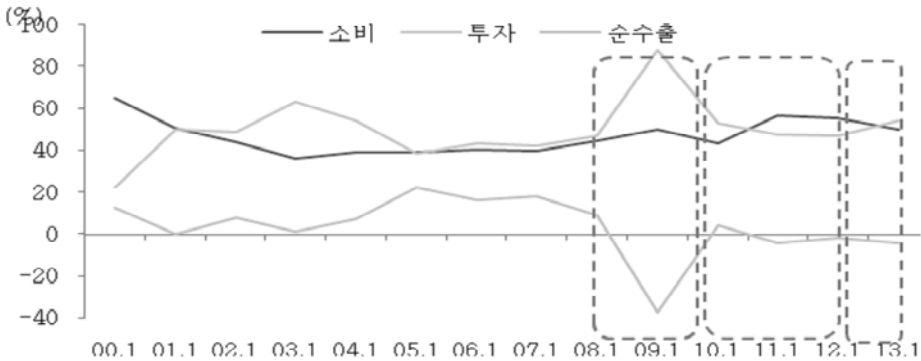
국내시장 입장에서는 중기적인 관점에서 중국식 뉴노멀에 대해 적응하고 적극적으로 대응하는 부분이 가장 중요해 보인다. 중국 칭화대 리다오쿠이 교수는 향후 3-5년간 크게 4가지 측면에서 뉴노멀이 발생할 것으로 예상했다.

이는 1)수출과 투자(부동산)중심의 성장에서 민간소비와 정부투자 및 생산성

\* (現) 하나대투증권 리서치센터장

향상으로 성장축 이동을 피하는 과정 속에서 성장률의 변동성이 확대될 가능성, 2)블루컬러의 임금상승과 인구구조 변화, 서비스업의 발전 등 환경하에서 조용한 구조조정이 계속될 것이라는 것, 3)금융과 재정개혁은 빠르게 진행되고, 이해관계가 복잡한 국유기업의 시장화 개혁 등은 힘겹게 진전될 것이라는 것, 4)국제경제 무대에서 중국의 영향력이 더욱 강화될 것이라는 것이다.

〈그림 1〉 항목별 성장기여율: 최근 5년간 투자를 대체할 뚜렷한 성장축이 등장하지 않은 상태



자료: CEIC, 하나대투증권

이러한 중기적인 환경변화 하에서 2015년 중국경제에 미칠 영향은 다음과 같다.

첫째, 2015년에도 과잉투자와 부동산경기 부진, 공급과잉 압력이 여전히 성장률 하락요인으로 작용할 것이다.

둘째, 정부의 정책대응과 내수서비스 산업의 경기 완충역할이 더욱 중요해졌다.

셋째, 조용한 구조조정은 신용위험과 부동산시장 붕괴를 방지할 것이고, 개혁정책의 초기 수혜는 금융시장(주식/채권)에 집중될 것이라는 점이다.

2015년 중국경제는 연간 7.3% 성장이 예상된다. 이는 2014년 7.5%대 성장률(예상)을 소폭 하회하는 것으로 큰 틀에서 고정투자 부진과 공급과잉 환경이 지속되면서 강한 경기반등을 기대하기 어렵기 때문이다. 다만, 2015년 상반기 부동산시장 침체에 대응하기 위한 부동산 활성화와 통화완화 정책이 예상되고, 서비스업의 빠른 확장과 민간소비와 수출경기의 점진적인 회복이 경기 연착륙

을 유도할 것으로 보인다. 특히, 디플레 환경 하에서 12월부터 시작된 금리인하는 2015년에도 금리 2-3회(50bp이상), 지급준비율 3회(150bp)이상 단행되며 경기를 방어할 전망이다.

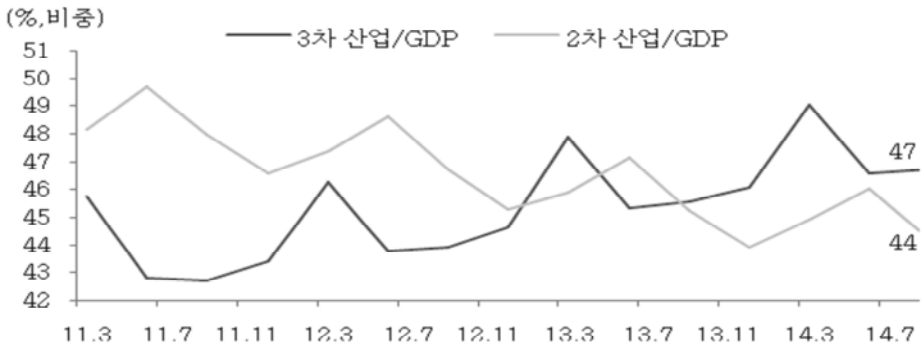
2015년 중국정부가 기존 7.5% 성장목표를 7%대로 하향조정 할 가능성이 높지만, 실질적인 영향은 크지 않을 것이다. 표면적으로 고용안정을 내세워 성장을 둔화를 용인하겠다는 입장을 보였지만, 2014년 수출을 제외한 투자와 소비의 성장기여도가 크게 하락(6%대)하면서 경기 변동성이 커질 조짐을 보였다는 점에서 실질적인 정책대응은 예상을 상회할 전망이다. 2015년 산업 구조조정 의 강도가 약화되면서 신용리스크는 축소되고, 개혁은 기득권층 저항도가 약한 쉬운 정책(금융개혁, 환경, 국유기업 M&A)위주로 단행될 것이다.

<그림 2> 2015년 주요 경제지표 전망: 연간 7.3% 성장, 상반기 조정 - 하반기 안정 전망

| (%)        | 2009   | 2010 | 2011 | 2012  | 2013  | 2014F | 2015F |
|------------|--------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| GDP        | 9.2    | 10.4 | 9.2  | 7.8   | 7.7   | 7.4   | 7.3   |
| 고정자산투자     | 30.1   | 23.8 | 23.8 | 20.3  | 19.6  | 16.2  | 15.5  |
| 소매판매       | 15.5   | 18.3 | 17.1 | 14.3  | 13.5  | 12    | 13.3  |
| 수출         | (16.0) | 31.3 | 20.3 | 7.9   | 9.8   | 6     | 7.5   |
| 수입         | (15.7) | 38.8 | 24.9 | 5.3   | 7.6   | 2     | 5.5   |
| CPI        | (0.7)  | 3.3  | 5.4  | 2.6   | 2.9   | 2.3   | 2.4   |
| PPI        | (5.4)  | 5.5  | 6.0  | (1.7) | (1.9) | (1.5) | (0.3) |
| 금리         | 2.3    | 2.8  | 3.5  | 3.0   | 3.0   | 3.0   | 2.5   |
| 위안화 환율(기말) | 6.83   | 6.62 | 6.30 | 6.28  | 6.09  | 6.10  | 6.10  |

자료: CEIC, 하나대투증권

<그림 3> 2013년 이후 3차 서비스산업의 GDP비중이 제조업을 상회, 성장률 안전판 역할 담당

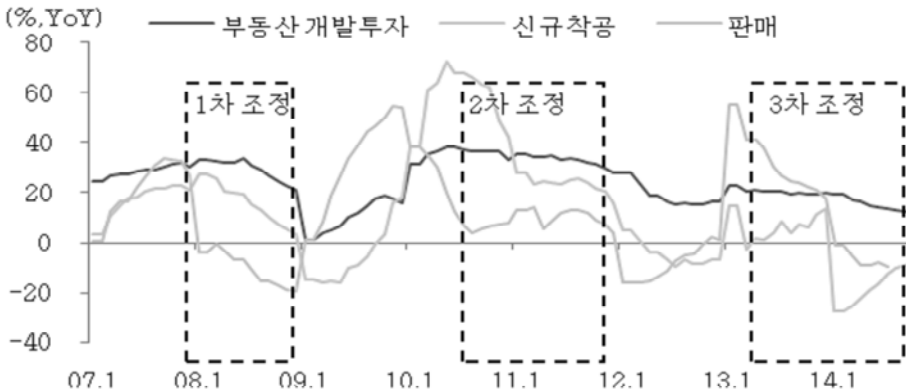


자료: CEIC, 하나대투증권

단기적으로 2015년 중국경제의 최대 화두는 ‘부동산시장의 침체탈출’과 ‘내수 소비의 회복’ 두 가지이다. 전자는 위험요인이고, 후자는 기회요인이 될 수 있다.

먼저, 부동산경기의 바닥확인이 중요한 원인은 1)주택판매 감소가 개발사의 신규투자를 제약, 2)재정의 50%이상을 부동산 수익으로 충당하는 지방정부의 SOC투자 감소, 3)투자관련 산업(소재/산업재/내구재)의 공급과잉 심화와 설비투자 제한으로 귀결되는 악순환의 고리가 계속될 수 있기 때문이다.

〈그림 4〉 중국 부동산 트리플(가격/거래량/투자)약세국면, 2015년 바닥확인이 관건



자료: CEIC, 하나대투증권

2015년 부동산시장은 버블균열의 초기단계 모습을 보이겠지만, 적극적인 정책대응을 통해 연중 바닥확인에는 성공할 전망이다. 2014년 중 계속된 트리플 약세(가격/거래량/착공)국면은 2015년 1/4분기부터 거래량-가격-신규착공 순으로 안정화될 전망이다. 다만, 구조적인 변수가 계속 잔존해 있다는 점에서 바닥확인을 해도 강한 반등을 기대하기는 어려울 전망이다. 구조적인 변수는 각각 수요와 공급측면의 원인이다.

첫째, 가계소득 증가세 둔화로 주택가격의 벨류에이션 부담이 커지고 있다. 과거 15년간 도시 가처분소득 증가율은 주택가격 상승률을 상회하면서 높은 벨류에이션을 정당화 시켜왔다. 다만, 최근 3년간 소득증가율 둔화로 주택가격을 하회할 조짐을 보이고 있다. 이는 과거 일본, 홍콩시장 장기조정 초기 모습이라는 점에서 계속 확인이 필요하다.

둘째, 3-4선 지방도시의 공급과잉이 심화되고 있다. 완공면적과 거래량 기준으로 3-4선 이하 지역의 비중이 60%를 상회하면서 이미 1-2선 지역을 뛰어넘은 상태다. 문제는 해당지역의 실제 도시화와 인구이동 대비 건설투자가 과도하게 앞섰고, 취업과 교육 인프라 미비로 인한 실수요 부족이 공급과잉을 야기하고 있다. 2014년 개발투자 감소의 가장 큰 원인은 해당지역의 신규투자가 급감했기 때문이다.

중국정부가 향후 구조적인 변수에 대응하기 위해서는 실질수요를 촉진하기 위한 정책은 물론 개발사 공급과잉에 대한 구체적인 정책이 병행되어야 할 것이다. 이미 중앙정부와 지방정부는 2014년 3분기부터 적극적인 금융정책 완화와 개발사 지원을 통해 부동산시장 방치로 발생할 수 있는 리스크를 최소화하는데 주력하고 있다.

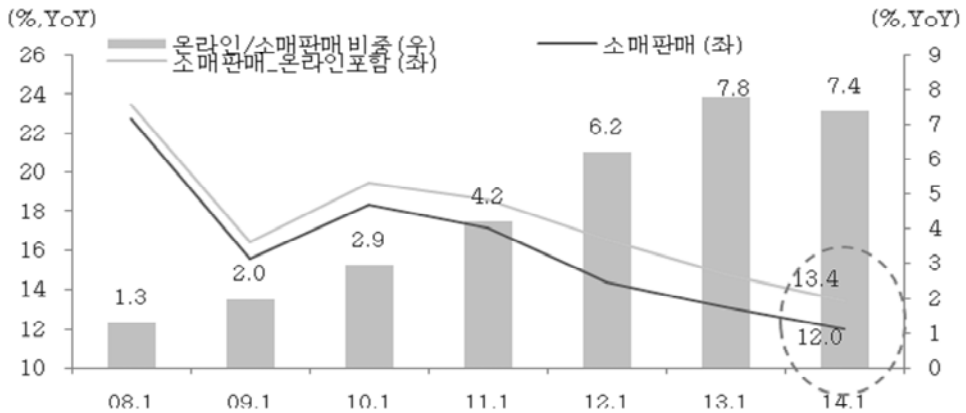
한편, 내수소비의 회복은 2015년 중국경제에 보너스 요인이 될 전망이다. 사실, 중국의 신정부 출범 이후 성장률 하락과 함께 소비경기의 부진도 계속되고 있다. 성장률 하락의 핵심원인은 고정투자와 수출의 성장기여도 하락이지만, 소비 역시 구조적 요인들이 중첩되며 반등의 구심점을 찾지 못했다.

최근 2년간 소비시장이 위축된 직접적인 원인은 성장률 하락과 함께 도시지역 중심으로 가처분소득 성장세가 둔화되었고, 반부패 캠페인과 삼공소비(관용차/공무접대/해외출장)억제로 베타가 큰 정부소비가 큰 폭으로 축소된 것이 직접적인 원인이었다. 이밖에 구조적으로 오프라인 유통채널이 가격버블-정부소비 축소-온라인 채널의 폭발적인 성장으로 인해 구조조정에 돌입했고, 통계관점에서 소매판매 지표의 90% 이상이 일반 재화소비로 최근 크게 늘고 있는 서비스지출과 온라인 채널 소비를 반영하지 못하고 있다는 점도 지표를 악화시킨 원인이었다.

2015년 소비경기는 2014년 대비 개선되면서 전체 경기 연착륙을 유도할 전망이다. 구조적인 부진요인이 상존하지만, 실질소비가 투자경기 대비 양호한 흐름이 지속되고 있기 때문이다. 실제로 2014년 온라인 소비를 포함한 소매판매 증가율은 전년비 13.4% 증가로 발표수치 12%보다 높으며, 물가를 제외한 실질소매판매는 7월을 저점으로 반등이 시작되었다.

또한, 서비스업의 GDP비중이 2013년 처음으로 제조업을 상회한 이후 상승세가 유지되며 내수경기의 버팀목 역할을 하고 있다. 정부소비 축소와 오프라인 유통채널의 구조조정 역시 최악의 국면을 통과하고 있다. 정부소비는 신정부 3년 차에 돌입하는 3월 양회(전인대)를 기점으로 일부 회복될 가능성이 높고, 유통채널의 구조조정은 소비버블이 걷히면서 2015년 중 막바지 단계에 돌입할 전망이다.

〈그림 5〉 온라인을 포함할 경우 2015년 소매판매 성장률 12%에서 13.5%로 상승



자료: CEIC, 하나대투증권

## ▶ 2015년 중국증시 전망:상하이 3500포인트 시대의 개막, 벨류에이션 상승여력 충분

큰 그림에서 중국판 뉴노멀 시대의 최대 수혜분야중 하나가 주식시장일 것이다. 신정부의 성장안정정책과 조용한 구조조정, 과감한 금융개혁 시도와 시장개방 환경은 주식시장에 매우 유리하게 작용할 것이며, 기업들의 양성적인 자금조달 통로로서, 국유기업 민영화 도구로서, 가계자산 증대의 창구로서 이용될 것이다.

2015년 중국 주식시장은 성장둔화 우려 속에서도 신정부의 금융개혁과 유동성 환경 개선으로 상승시도가 예상된다. 중국경제의 성장률이 계속 하향조정 됨에도 불구하고, 증시는 상승시도가 계속되는 디커플링 현상이 예상된다. 당사는



2014년 하반기 상해종합지수가 단숨에 3000포인트에 육박하며 박스권 탈출을 알렸다면, 2015년에는 본격적인 추세상승이 이어질 것으로 판단한다. 먼저 중국 증시의 디커플링이 가능한 두 가지 구조적 원인을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 과거 중국경제 성장률과 주가지수의 상관관계는 높지 않았는데 이는 주식시장의 구조적인 특징에 기인한다. 경제성장의 60% 이상을 수출에 의존하고, 시가총액 70%를 수출연관 기업들이 차지하는 한국과 달리, 중국은 경제의 70% 이상을 수출과 투자에 의존하지만, 시가총액 70%는 이미 금융서비스와 통신과 소비업종이 차지하고 있기 때문이다. 물론, 현재는 대형 국유기업의 조기 상장으로 금융과 통신 비중이 높지만, 향후 중국정부의 내수성장 정책(신규도시화, 소비부양 등)을 감안할 때 미국과 일본처럼 필수소비재, 헬스케어, 경기소비재 업종 비중이 빠르게 높아질 것이다.

실제로 중국시장은 최근 3년간 경제 성장률이 10%대에서 7%대로 둔화 되었음에도 불구하고 박스권을 유지했으며, 오히려 금융정책과 수급환경 변화에 더욱 민감하게 반응하는 모습을 보였다. 2015년은 신정부의 금융개혁이 더욱 가속화되고, 내수성장의 잠재력이 본격화되는 시기가 예상되기 때문에 경제 연착륙이 담보된다면, 주식시장의 구조상 지수상승의 촉매제로 작용할 재료가 여전히 많은 점에서 디커플링이 예상된다.

〈그림 6〉 중국 시가총액 특성: 경제성장은 투자와 수출, 주식시장 방향성은 3차 산업과 내수소비

|       | 중국   | 한국   | 미국   | 독일   | 일본   | 신흥시장 | 인도   | 태국   | 대만   |
|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 필수소비재 | 5.4  | 5.1  | 9.3  | 4.0  | 6.7  | 6.1  | 10.4 | 9.9  | 2.7  |
| 헬스케어  | 1.8  | 0.6  | 13.3 | 13.2 | 6.1  | 1.9  | 7.3  | 3.2  | 0.1  |
| 금융    | 36.6 | 13.0 | 15.8 | 16.2 | 20.2 | 24.8 | 20.8 | 34.9 | 16.2 |
| 통신    | 9.9  | 1.0  | 2.5  | 4.4  | 5.6  | 5.9  | 2.6  | 9.6  | 4.5  |
| 유틸리티  | 4.5  | 1.8  | 3.1  | 4.9  | 2.4  | 3.2  | 4.5  | 1.4  | NA   |
| 내수업종  | 58.3 | 21.5 | 43.9 | 42.6 | 41.1 | 41.9 | 45.5 | 59.0 | 23.5 |
| 에너지   | 14.3 | 1.7  | 10.8 | NA   | 1.2  | 7.4  | 13.4 | 20.6 | 0.6  |
| 소재    | 2.9  | 8.9  | 3.5  | 14.7 | 6.0  | 7.0  | 8.2  | 11.3 | 10.5 |
| 산업재   | 6.3  | 11.2 | 10.4 | 13.8 | 19.8 | 7.5  | 6.2  | 4.8  | 2.6  |
| 경기소비재 | 5.3  | 18.3 | 12.4 | 21.7 | 20.8 | 9.2  | 6.7  | 4.2  | 4.3  |
| IT    | 13.4 | 38.5 | 18.9 | 7.2  | 11.1 | 27.0 | 19.9 | NA   | 58.6 |
| 기타업종  | 42.2 | 78.5 | 56.1 | 57.4 | 58.9 | 58.1 | 32.9 | 41.0 | 76.5 |

자료: MSCI, Thomson Reuters, 하나대투증권

둘째, 수급측면에서 구조적으로 기대할 수 있는 요인이 매우 많다. 2014년 하반기 본토증시가 폭발적인 거래량과 함께 지수가 급등한 배경은 외부보다는 내부 수급요인이었으며, 본토증시의 80%를 차지하는 개인투자자의 복귀가 핵심 원인이었다. 자금의 주식시장 복귀원인은 다음과 같다.

1) 과거 장시간 동안 시장자금을 흡수했었던 3대 주체(부동산-그림자금융-지방부채와 국유기업=중국에서는 자금의 블랙홀로 표현)에 대한 억제로 인해 자금흐름이 크게 변화하고 있다. 신정부의 적극적인 그림자금융 규제와 양성화 노력(은행WMP판매 억제, 채권/주식시장 활성화, 배드뱅크 설립)이 주식시장의 역할론을 부각시키고 있는 것이다. 주식시장의 버블을 일부 용인하는 것은, 그림자금융을 대체하고, 국유기업 민영화와 중소기업의 융자난을 해소하려는 정부의 생각과 저금리인 예금을 이탈해 새로운 투자처를 모색하는 개인투자자 모두의 생각에 부합한다.

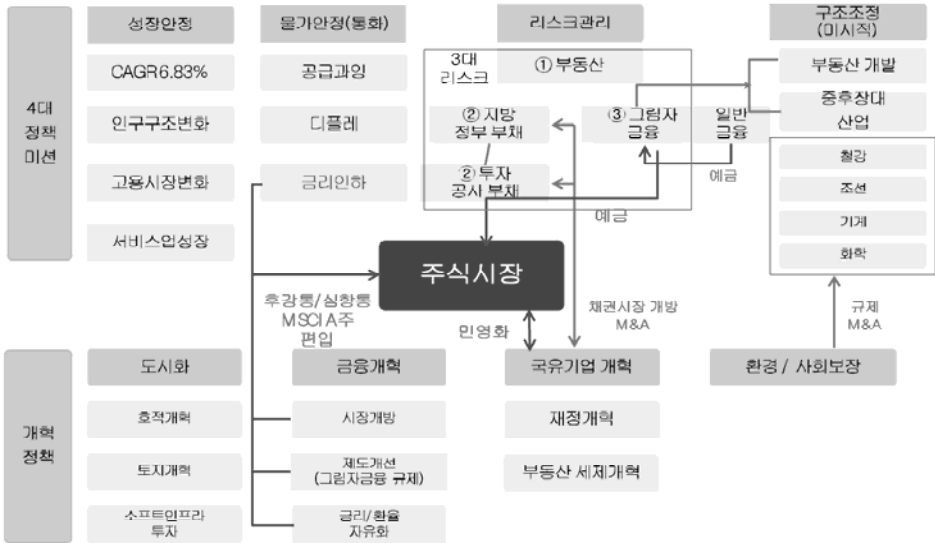
2) 구체적으로 금융당국이 리스크관리 차원에서 시행하는 그림자금융 규제는 최근 5년간 개인자금(예금이탈 자금)을 흡수했던 '고수익-고위험'의 그림자금융 관련 상품(신탁/회사채/WMP)의 기대수익률을 크게 하락시켰으며, 대규모 자금의 주식시장 유입을 유도하고 있다.

3) 금리인하와 시장개방(후강통/RQFII/MSCI편입)은 동 현상을 더욱 가속화시키는 계기가 되고 있다. 2015년 통화완화가 계속되는 한, 일련의 시장개방 정책이 계속되는 한 주식시장의 매력도는 유지될 가능성이 높아 보인다.

당사는 2015년 동 자금흐름이 크게 변화하지 않을 것으로 판단하며 구조적인 수급호재가 지속될 것으로 전망한다.

1. 중국판 뉴노멀 시대의 최대 수혜는 중국주식시장

〈그림 7〉 주식시장 강세원인: 1)정부의 안정적 리스크관리, 2)금리인하와 시장개방, 3)가계 자산변화



자료: 하나대투증권

결론적으로 당사는 위에서 언급한 구조적 요인과 2015년 정책환경을 종합적으로 감안하여 2015년 상해종합지수의 밴드 2,550~3,500포인트를 제시하며, 약 15-20% 추가상승이 가능할 것으로 전망한다. 분기별 지수흐름은 대형주 중심으로 오버슈팅이 발생하는 상반기에 3,500포인트 돌파가능성이 높고, 실적주와 성장주가 돋보이는 2/4분기-3/4분기는 지수의 상승탄력은 약화되지만 내수와 정책테마관련 성장주들이 돋보이며 업종별 차별화가 심화될 것이다.

〈그림 8〉 중국 주요기관 2015년 성장률, 상해종합, 환율 전망

| 기관명칭   | GDP 전망(%) | 상해지수 전망(pt) | 환율전망(위안/달러) |
|--------|-----------|-------------|-------------|
| 사회과학원  | 7.0       | 5,000       | --          |
| 국태군안증권 | 7.1       | 3,200       | 6.10        |
| 신은만국   | 7.2       | 3,000       | 6.09        |
| 초상증권   | 7.3       | 3,450       | 6.15        |
| UBS 증권 | 6.8       | 3,000       | 6.10        |
| JP모건   | 7.2       | 연초대비 10% 이상 | 6.15        |
| 모건스텐리  | 7.0       | 연초대비 10% 이상 | 6.09        |

자료: Bloomberg, 하나대투증권

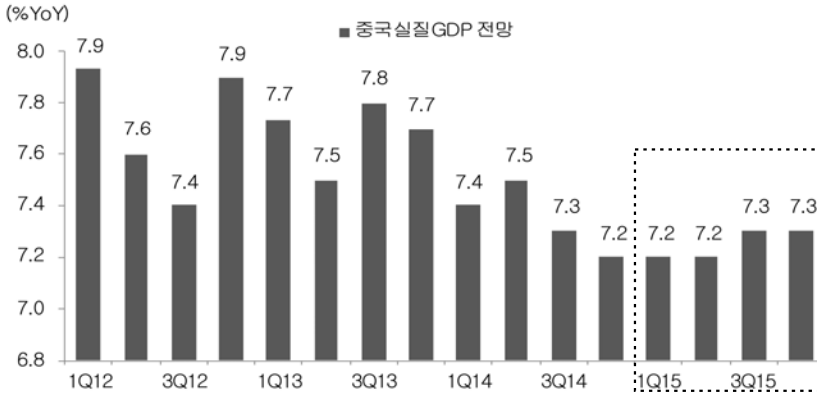
2015년 주식시장의 추세상승을 위해서 계속 점검해야 할 조건은 네 가지이다. 첫째는 주식시장의 자금흐름을 바꿀 수 있는 통화정책의 변화 여부, 둘째는 높은 성장률 보다는 안정적인 이익성장을 담보할 수 있는 경기 연착륙(중국정부의 성장목표 수준)이 확인되어야 하고, 셋째는 벨류에이션 메리트가 계속 유효한 것인지, 넷째는 투자심리에 치명적인 리스크요인, 신용위험과 부동산 버블 붕괴 가능성 등이 점검되어야 한다.

첫째, 주식시장 급등의 촉매제로 작용했던 금리인하와 통화완화 정책은 2015년에도 계속될 것으로 전망된다. 금번 금리인하의 목적은 1)강력한 경기방어와 디플레 압력 대응, 2)기업 조달금리 인하와 부채상환 부담 경감에 맞춰져 있다고 판단한다.

당사는 2015년 경제환경이 2012년 통화완화 시기(금리 2차례, 기준율 3차례 인하)대비 부채상환 부담이 더욱 크고, 내수경기의 체력이 더욱 약화되는 점에서 추가정책이 확실히 된다고 판단한다. 2015년 기준금리는 최소 2-3차례(50bp이상) 인하되고, 양적 완화 도구인 지급준비율은 최소 3차례(150bp) 인하될 것으로 전망한다. 또한, 뚜렷한 경기 바닥확인 신호(주택판매와 신규착공 반등) 혹은 생산자물가의 반등 및 은행권 가산금리의 급락이 확인되지 않을 경우 이러한 통화정책 기조는 유지될 것으로 전망한다.

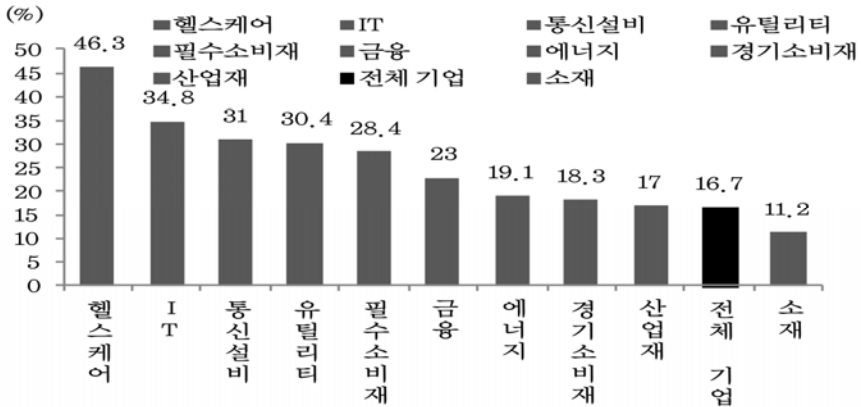
둘째, 2015년 중국경제는 연간 7.3%성장이 예상된다. 이는 2014년 7.4%~7.5%대 성장대비 둔화되는 것으로 잠재성장률 하락과 부동산시장 냉각 등 투자경기 둔화를 반영한 것이나, 경기 연착륙을 시사한다고 판단한다. 중국정부는 최근 고용안정을 이유로 무리한 성장목표 설정과 대대적 부양책을 지향하고 있는데, 2015년에도 이러한 스탠스가 유지될 것으로 예상된다. 다만, 상반기 부동산시장의 침체 가능성으로 인해 완화된 통화정책과 지역별 규제완화가 예상되며, 신규도시화와 보장성 주택 등 정부투자과 소비부양 등 정책효과가 누적되면서 경기 연착륙을 유도할 전망이다.

〈그림 9〉 2015년 중국경제 연간 7.3% 성장, 분기별 흐름 상저하고 예상



이에 따라 2015년 상장기업 이익은 연간 16.7%(CSI300기준)증가가 예상된다. 이는 2014년 17.8%증가대비 소폭 하향된 것이나, 산업 구조조정 불확실성과 금융정책 가시성이 2014년 대비 개선되며 변동성은 축소될 전망이다. 또한 업종별로 살펴보면 중국정부가 신규 성장동력으로 삼고 있는 서비스 및 소비재산업의 이익증가율이 상대적으로 높을 것으로 전망된다. 헬스케어는 46.3%, IT와 소비재 업종 역시 20-30%의 이익증가율이 기대된다. 2015년 상해지수의 연간 상승률은 약 17%전후가 예상되나, 해당 소비재 업종의 주가상승률은 상대적으로 더욱 높을 것으로 전망된다.

〈그림 10〉 2015년 상장기업 업종별 이익증가율 전망

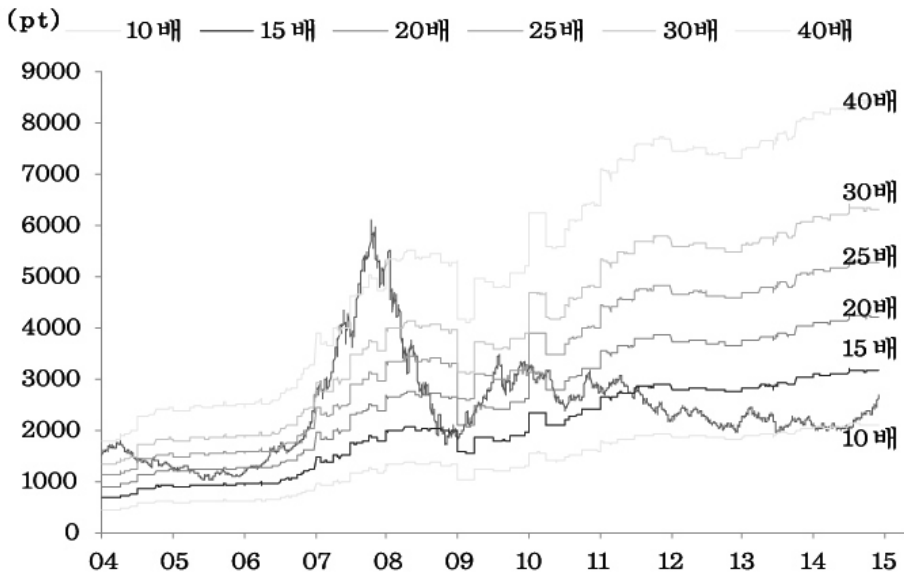


주: CSI300 기준

자료: MSCI, Thomson Reuters, 하나대투증권

셋째, 벨류에이션 부담이 여전히 크지 않다는 점에서 금융개혁과 수급환경 개선이 지수상승을 계속 유도할 것이다. 2014년 12월 기준 상해종합지수의 주가수익비율(PER)은 12.3배로 지난 2011-12년 3000포인트 시절의 15-16배 대비 여전히 저평가된 수준이다. 또한, 과거 10년 평균 벨류에이션 대비 여전히 역사적 저점으로 2015년 정책효과에 따라 상승여력은 충분하다.

〈그림 11〉 상해종합 PER 밴드 차트 (2004년 이후): 하반기 급상승 불구 여전히 역사적 하단부



자료: Bloomberg, 하나대투증권

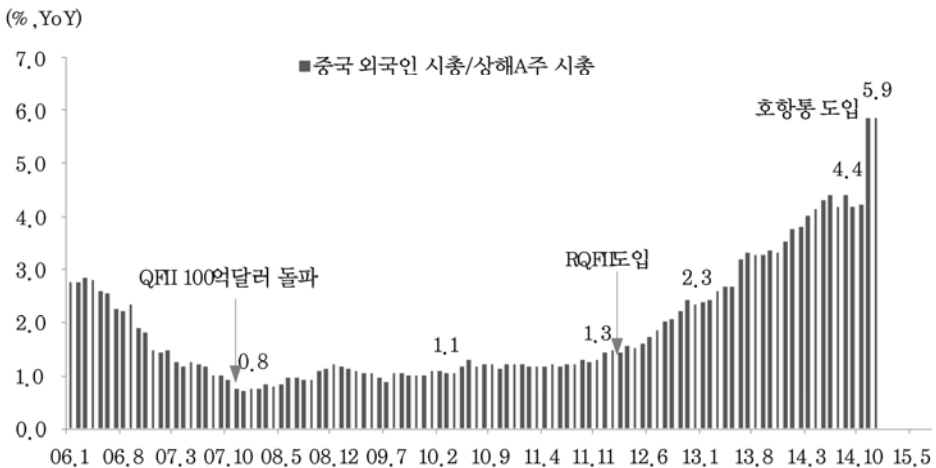
2015년 벨류에이션 상승의 촉매제는 금융개혁이며, 상승 폭은 개혁의 강도와 속도가 좌우할 것이다. 중국정부가 시행하는 금융개혁의 3대 목표, 1)대외개방, 2)금리와 환율자유화, 3)리스크관리와 효율적 자원배분 모두 주식시장에는 우호적이다.

특히, 금융시장 개방은 수급과 투자심리 개선 측면에서 대형호재다. 중국 금융당국은 2014년 11월부터 호항통(滬港通: 상해와 홍콩시장 간 교차거래)을 개설했다. 이는 기존 QFII제도(적격 외국인 기관투자자)를 통해서만 제한했던 시장개방에서 한 단계 발전한 것으로 양 시장간 거래활성화를 통해 본토시장은

저평가된 대형주와 홍콩 노출도가 적었던 일등 내수주가 재평가되는 기회가 될 것이다.

호항통 외에도 2015년에는 기존 RQFII(위안화 QFII) 투자한도 확대, 6월에는 중국의 MSCI 신흥국지수 편입 가능성 등 굵직한 재료들이 포진해 있다. 외국인 시장개방은 수급개선 효과는 물론 개인비중이 80%에 달하는 본토시장에 기관투자자가 가세하면서 중장기 가치투자, 배당투자 등 선진형 투자기법의 도입을 촉진시킬 것이다.

〈그림 12〉



넷째, 2015년에 점검해야 할 리스크요인은 부동산과 신용위험이다. 중국 부동산시장은 2013년 하반기 이후 가계소득 하락과 3-4선 지방도시의 공급과잉 문제로 조정이 장기화되고 있다. 부동산 시장 조정은 건설투자과 일반 제조업은 물론, 지방정부 재정수입의 감소로 귀결될 수 있기 때문에 실물경제에 최대 위협요인이다. 일단, 금변 조정은 구조적인 요인으로 인해 2015년에도 지속될 여지가 크고, 상반기 실물경제 둔화압력으로 작용할 전망이다. 다만, 2014년 하반기 이후 각 지방정부의 규제완화가 이어지고, 금융완화 정책(개발사 자금지원, 담보대출 금리 인하 등)이 유지되면서 즉각적인 버블붕괴로 연결되지는 않을 것이다.

신용위험은 2015년에도 부채부담이 큰 공급과잉 산업과 부동산 개발사, 지방 정부의 부실 국유기업을 중심으로 확대될 여지가 있다. 핵심은 중국정부의 산업 구조조정에 대한 입장인데, 2014년 연초 회사채 디폴트에 대해 지원불가 방침을 고수했던 강경한 입장과 달리, 하반기부터 산업별 지원방안과 금리안정화 노력 및 M&A에 집중하고 있다는 점은 다소 온화한 방향으로 선회하고 있다는 것을 시사한다. 신정부 집권 1기의 임기가 2017년까지라는 점에서 구조조정 과제는 경제와 금융시장 상황에 따라 느리고, 유연하게 단행될 전망이다. 2015년 중국 정부는 채권시장과 주식시장의 활성화와 외국인 개방을 통해 국영기업 및 중소기업의 자금조달을 도모하고, 지방정부의 자산관리공사 설립허용, 신탁상품 안정 기금 마련 등 그림자금융을 억제하는 동시에 안전장치의 마련도 병행될 전망이다.

결론적으로 위의 네 가지 점검사항을 감안할 때 2015년 중국 주식시장은 2014년보다 더욱 우호적인 정책환경에 놓여 있으며, 신흥국내에서도 구조적 특성상 가장 돋보이는 시장이 될 것으로 전망한다. 금융개혁의 혜택이 집중될 중국 본토시장에 관심을 더욱 높여야 할 것이다.

## ▶ 2015년 중국 금융시장 이벤트와 전망: 금융개혁의 격랑 속으로!

2015년은 신정부 등장 이래 금융개혁의 행보가 가장 가속화되는 한 해가 될 전망이다. 큰 틀에서 금리자유화 정책이 사실상의 마무리 단계에 진입하는 가운데, 자본계정 개방을 위한 환율 변동폭 확대와 주식 및 채권시장의 개방조치가 계속될 것이다. 주식시장은 자금중계 기능 강화를 위한 IPO등록제 도입으로 공급물량 확대가 예상되나, 외국인 투자자관련 심항통(심천-홍콩)의 개설과 기존 호항통과 RQFII한도의 증액이 수급을 완충할 전망이다.

금융시장에서 주목해야 할 이벤트를 시기별로 정리하면 다음과 같다.

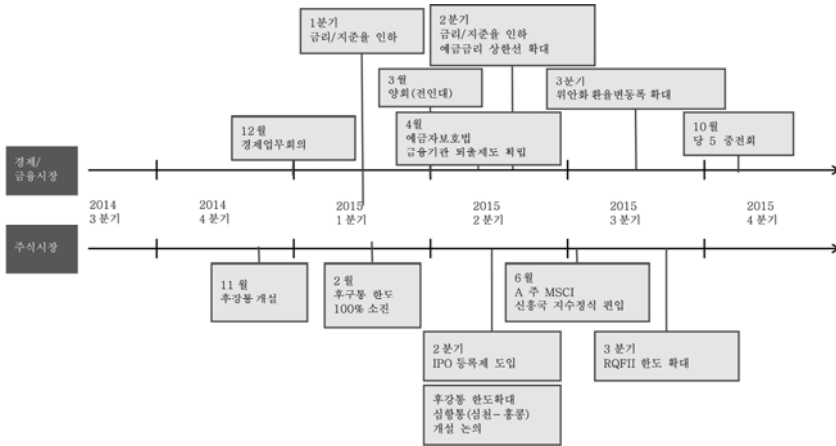
1) 1/4분기 기준금리와 지급준비율 인하가 예상된다. 기준금리는 기존 비대칭 방식(대출금리만 인하)을 통해 예금금리 상한선을 보전하는 방식이 계속될 것이다. 또한, 2/4분기 예금자보호법과 금융기관 퇴출제도의 시행가능성이 높다는 점에서 양회(전인대)개막 이전 관련 법안이 제출될 가능성이 높다고 판단한다.



2) 2/4분기-3/4분기 기준금리와 지급준비율 인하가 계속될 전망이다. 2/4분기 초기단계의 예금자보호법과 금융기관 퇴출제도가 도입될 것이다. 또한, 위안화 일일 변동폭 확대를 통해 환율 시장화의 행보가 계속될 것이다.

3) 4/4분기 당 5중전회 전후로 통화정책은 점차 중립기조로 전환될 전망이다. 예금금리 상한선 (벤치마크 대비 1.2배 적용)폐지가 논의되면서 사실상 금리자유화의 마지막 단계에 돌입할 가능성이 높다. 은행권 WMP관련 상품에 대한 제도개선 역시 계속될 전망이다.

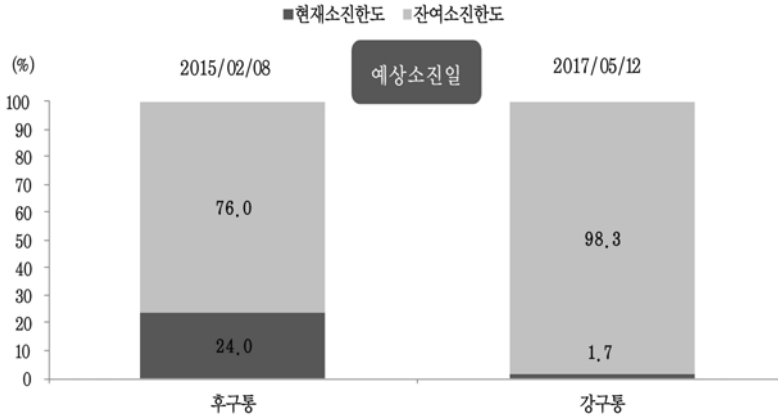
〈그림 13〉 2015년 금융시장 이벤트와 전망



주식시장에서 주목해야 할 이벤트는 1)후강통 제도의 업그레이드, 2)심항통(심천-홍콩)의 개설, 3)A주의 MSCI EM지수 편입, 4)IPO등록제의 시행 등 네 가지로 요약된다.

첫째, 후강통 제도는 더욱 업그레이드될 예정이다. 중국정부가 홍콩 및 외국인 투자자의 본토투자를 활성화하기 위해서 도입한 후강통 제도는 지난 11월 출시 이후 후구통을 중심으로 연착륙하는 모습이다. 후구통의 경우 현재의 일일한도 소진 속도를 감안할 때 2015년 2월경 전체한도가 모두 소진될 전망이다. 중국정부가 당초 상해시장의 저평가된 블루칩과 국영기업의 주가를 부양하고, 장기투자 자금을 유인하기 위해 후강통을 시행했다는 점에서 추가적인 한도증액이 예상된다. 또한, 민영화를 도모하기 위해 상해A주 유니버스의 확장과 투자제도 완화 및 배당정책 보완이 계속될 것으로 전망한다.

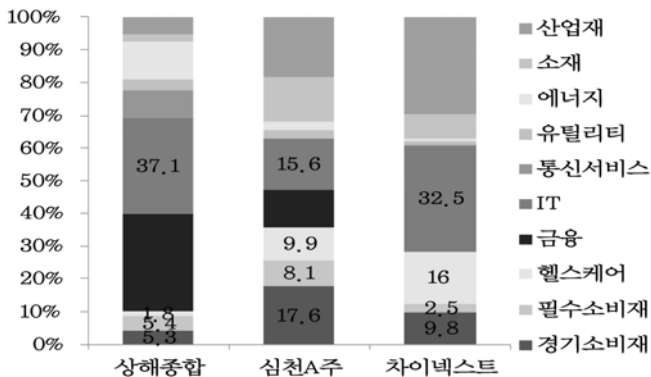
〈그림 14〉 2015년 2월 중 후강통 전체 한도 소진 예상



자료: Bloomberg, 하나대투증권

둘째, 2015년 심항통(심천-홍콩)이 개설되면서 개인투자자의 높은 호응을 이끌어낼 전망이다. 상해는 대형 국유기업과 배당주 위주, 심천은 중소형 민간/벤처기업 위주로 구성되어 있으며 IT, 헬스케어, 경기소비 등 신항업종의 시가총액 비중이 높은 편이다. 향후 중국정부가 상해는 국영기업의 민영화와 기관투자자를 중심으로, 심천은 벤처캐피탈 중심으로 육성하고자 한다는 점에서 개인투자자의 관심이 높은 심항통의 개설은 본토시장에 매우 긍정적인 부분이다. 본격적인 개설시기는 2/4분기 후강통 한도의 증액과 6월 MSC EM지수 편입 이벤트 직후가 될 것으로 전망한다.

〈그림 15〉 심천 거래소 시가총액 구성: IT, 헬스케어, 소비재 비중 높은 편



자료: Bloomberg, 하나대투증권

셋째, 본토 A주의 MSCI EM지수 편입이 확실시된다. 2015년 후강통 실시와 외국인 투자제한 완화로 인해 2년 연속 탈락을 딛고 편입될 예정이다. MSCI EM지수의 편입은 외국인의 장기투자가 활성화되는 것을 의미하며, 배당 및 가치투자 등 선진 투자문화가 정착되는 계기가 될 것으로 기대한다. 현재 EM지수의 중국 비중은 18.9%로 향후 A주가 100% 편입될 경우 비중은 27.7%까지 확대될 전망이다. 신규 추종자금은 최대 163~220조원에 육박할 것으로 추정된다. 다만, 편입 초기 외국인 투자지분 제한으로 인해 추종자금은 1조~1.2조원으로 추정되며 점차 확대되는 모습을 보일 전망이다. 결국, 본토 A주의 MSCI EM지수 편입은 초기에는 글로벌지수 추종펀드의 증장기 투자가 활성화되는 상징적인 의미가 더욱 클 것으로 판단되며, 중국정부의 시장개방과 관련 제도 보완에 따라 수급측면에서도 점차 위력을 발휘할 것으로 전망한다.

〈그림 16〉 중국 A주 편입에 따른 MSCI지수 비중 변화

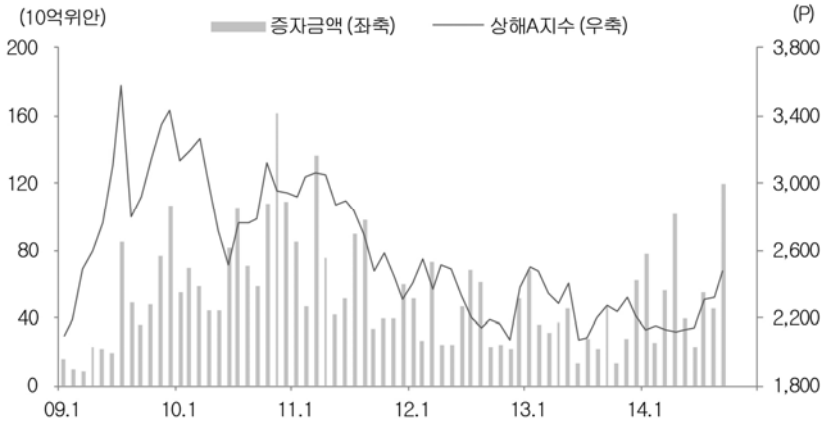
| 구 분                   | 현재     |     | 5% 부분편입 |     | 100% 전부 편입 |     |
|-----------------------|--------|-----|---------|-----|------------|-----|
|                       | 비중     | 종목수 | 비중      | 종목수 | 비중         | 종목수 |
| MSCI China Index      | 100.0% | 136 | 100.0%  | -   | 100.0%     | 385 |
| -A Shares             | -      | -   | 2.9%    | -   | 37.0%      | 221 |
| -B Shares             | 0.7%   | 4   | 1.0%    | -   | 0.6%       | 5   |
| -H Shares             | 52.8%  | 64  | 50.0%   | -   | 32.4%      | 72  |
| -Red Chip             | 27.0%  | 32  | 26.3%   | -   | 17.0%      | 40  |
| -P Chip               | 19.5%  | 36  | 19.9%   | -   | 12.9%      | 47  |
| EM에서의 A Shares비중      | 0.0%   | -   | 0.6%    | -   | 10.2%      | -   |
| Asia ex Japan에서의 중국비중 | 24.7%  | -   | 25.9%   | -   | 35.0%      | -   |
| EM에서의 중국비중            | 18.9%  | -   | 19.9%   | -   | 27.7%      | -   |
| ACWI (전세계)에서의 중국비중    | 2.1%   | -   | 2.3%    | -   | 3.5%       | -   |

자료: Bloomberg, 하나대투증권

넷째, 중국기업 자금조달의 방법을 음성적인 그림자금융에서 자본시장의 자금조달 기능으로 양성화시키기 위하여 2015년 2분기 중에 IPO등록제가 본격적으로 시행될 전망이다. IPO등록제란 증권법 개정을 통해 기존의 복잡한 심사제도를 간소화하고 중소기업의 자금조달을 용이하게 하기 위한 정책이다. 이미 2014년 4/4분기 국무원회의에서 집중적으로 논의되었으며, 증감회에 TFT팀이 구성되어 개혁 초안을 작성하고 있다. 본격적인 시행은 2015년 중반으로 예상되며 시행초기에는 공급에 대한 우려가 확대될 여지가 있다. 다만, IPO등록제가 네거티브 방식의 승인제도로 전환되어도 월간 한도배정을 통해 속도조절 될

가능성이 높다. 또한, 2015년 예상 IPO금액이 시가총액의 최대 1%수준으로 과거 IPO와 증자 활성화 시기 평균 6-7%수준에 훨씬 못 미친다는 점에서 시장영향은 크지 않을 것으로 전망한다.

〈그림 17〉 2015년 중국시장 지수상승에 따라 IPO와 증자금액 증가 예상



자료: CEIC, 하나대투증권

## ▶ 맺음말

필자의 판단으로 2015년 중국자본시장은 질적, 양적으로 성장하는 한 해가 될 것으로 판단된다. 금융시장 개혁과 자본시장 개방의 최대수혜는 중국주식시장과 중국기업들이 될 가능성이 높다. 그런 측면에서 2015년은 중국 자본시장과 관련된 한국 금융투자회사들의 새로운 투자상품 개발에 기회가 될 수 있다. 또한 위안화의 국제화 관련해서 한국은 2014년중 원, 위안화 직접결제 시작했다. 한중FTA도 체결되었고, 무역규모는 한중간의 규모가 중국이나 한국이나 양국에게 절대적으로 큰 수준이 되었고, 무역흑자를 기준으로 보면 한국은 많은 잉여 위안화가 한국 내에 생길 수 있다. 결국 중국 자본시장에 투자하는 다양한 루트와 투자상품이 개발될 때 한중간의 위안화허브가 만들어질 수 있다. 이미 한국내 위안화 예금이 수십조원에 이르고 있고, 후강통과 중국채권시장 개방이 시작되고 있다. 2015년은 한중간의 자본시장 교류확대를 통해서 양국간의 금융산업 발전과 국민들의 재테크의 격이 확대되는 해가 되기를 기대해본다.

# 중국경제와 금융을 다시 본다: 대전환, 대기회, 대위험

전 병 서\*

## I. 중국의 대전환-4중전 이후 중국의 미래

### 1. ‘현대판 7인의 황제’의 나라 중국

중국은 특이한 나라다. 공산당이 1당 독재하는 나라지만 자세히 안을 들여다 보면 중국은 7명의 황제가 공동으로 나라를 다스리는 집단지도체제다. 당·정·군의 3부 권력 중 당의 정치국위원 25명이 중국의 지도자급이고 그 중 베스트 오브 베스트 7명이 바로 당 상무위원인데 이들이 바로 중국의 ‘현대판 7인의 황제’들이다.

중국은 5년 단위 주석과 총리의 임기 중에 공산당의 고위간부인 당 중앙위원들이 모여 7번의 회의를 한다. 이들 중앙위원들은 5년 마다 개최되는 공산당 대회에서 선출된 이들로서 국정 현안을 심의 및 결정하는 중대한 임무를 갖고 있는데 그 대상은 당 중앙위원에 총리급인 정치국 상무위원, 부총리급인 정치국 위원을 위시하여 중앙 및 지방의 당·정부·전인대(전국인민대표대회, 全人大, 의회)·군 지도부와 법원·검찰·대학·국유기업 등의 최고 책임자들이다.

지금까지 총 18차례의 당 대회가 개최되었는데 당 대회 이후 전체 중앙위원들이 모여서 하는 회의가 바로 중전회의(中全會議)다. 제1중전회의는 당 대회 폐막 다음날 개최하는데 이 회의에서 당과 군의 인사를 결정한다. 제2중전회의

\* (現) 중국경제금융연구소장

는 당 대회 다음 해 3월 전인대에서 선출될 국가주석·총리·각료의 인사를 결정한다. 제3중전회의는 지도부 5년 임기 내 시행할 당과 국가의 주요 정책을 결정한다. 2014년 10월 중순에 끝난 제4중전회의는 국가체제관련 정책 결정과 인사에 관한 조정을 실시한다.

시진핑 정부 들어 4번째 중요회의인 제4중전회의에서 시진핑 주석은 국가체제관련 중요정책으로 “의법치국(依法治国)”을 선언했다. 관시(關係)로 맺어진 “인치(人治)의 나라” 중국은 지난 30년간 고성장은 했지만 부정부패로 얼룩진 나라다. 성장은 했지만 분배가 제대로 이루어 지지 않아 소득 불평등도를 나타내는 지니계수를 보면 국민들의 불만이 폭동직전이다.

시진핑의 “의법치국(依法治国)”의 핵심은 이제까지 법 위에 존재했던 초법적 일탈행위였던 관시를 기반으로 한 “인치(人治)”에서 이제는 “법치(法治)”, 즉 제도의 나라로 바꾸겠다는 것이다. 그 배후에는 중국의 뿌리깊은 부정부패를 척결하고 왜곡된 분배구조를 바꾸겠다는 의지가 담긴 것이다.

## 2. 2014년 4중전이후 중국, “의법치국(依法治国)”의 시대

이번 중국의 4중전회의의 핵심은 “4대 변화”와 “3대 개혁”이다. 지금까지 정부가 “보이는 손”으로 모든 것을 통제관리하던 시스템에서 제도를 통해 “보이지 않는 손”을 통해 국가를 통치하고 관리하겠다는 것이다.

4대 변화는 첫째, 정부의 역할과 기능 변화이다. 후진타오 집권 후기 5년간 대중요법으로 5차례나 경제정책을 바꾸어 혼란을 가중시켰지만 이제는 거시조정 시스템을 건전화하고 국제와 거시경제 정책 조율을 효율적으로 하고 국가의 심사비준을 축소하고 생산과잉을 방지하는 장기적 메커니즘 추구하겠다는 것이다 그리고 정부는 더 이상 대규모 투자 활성화를 통한 경기부양책을 하지 않겠다는 것이다.

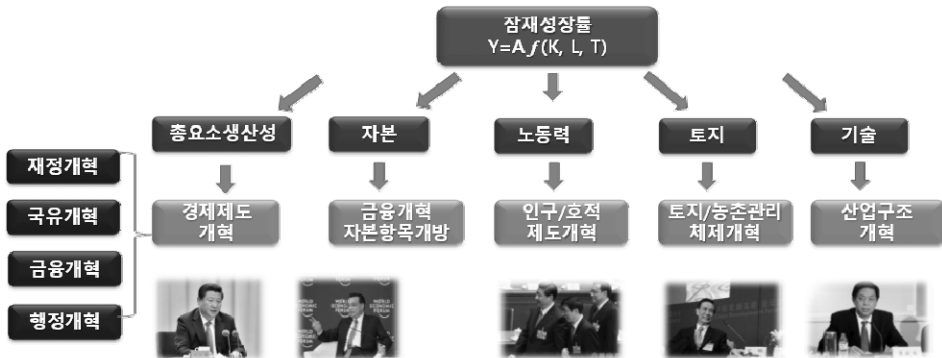
둘째, 지방정부 심사평가 시스템 완성이다. 지난 30년간 GDP 성장률로 평가되던 지방정부의 단순한 경제성장 속도를 통한 성과평가 경향을 바로잡는다는 것이다. 경제성장 속도뿐만 아니라, 환경보호, 생태건설, 생산과잉 등 분야를 성과평가에 추가한다

셋째, 정부기능을 전면적으로 조정한다는 것이다. 심사비준 감소, 정부구입 서비스 확대, 공공기관 국영기업 분류개혁 가속화, 정부 조직구조 최적화, 대부분 제도(大部门制)를 도입한다.

넷째, 정부에 대한 감독강화이다. 가장 우선적으로 추진되는 분야가 바로 반부패 정책이다. 그 다음이 복지부동 하는 작풍(作風, 업무분위기)개선이고 마지막이 제도 개선의 건전화이다. 소위 공무원의 낭비의 네 가지라는 “사풍(四風)” 즉, 관용차, 비서, 주택, 관저제도를 엄격하게 실시하고 개선하는 것이다.

그리고 왜곡된 경제구조와 분배문제를 해결하기 위해서 3가지 개혁 3중세트를 중점적으로 추진한다는 것이다. 즉, 개혁의 3대 핵심은 재정과 세제개혁을 시작하고(财税始) 국유기업개혁을 마무리 짓고(国企终) 금융개혁을 추진한다(金融改革推进)는 것이다. 일정은 재정과 조세개혁은 2016년까지 완성하고 국유기업개혁은 2015년까지 마무리하고 금융개혁은 각 부분의 이해관계를 조정해 신속히 추진한다는 것이다.

〈그림 1〉 중국의 경제개혁과 잠재성장률



자료: 중국경제금융연구소

### 3. 2015년, 중국의 대국경제에서 강국경제로의 변신

중국경제의 미래를 책임진 리커창은 중국 건국 이래 최초의 박사총리이고 2008년 중국 건국 이래 최연소인 53세에 부총리가 된 기록을 만들었다. 북경대 경제학과를 나온 천재이고 부인은 영문학교수로 부인 덕에 중국의 상무위원 중

유일하게 통역 없이 영어로 의사소통이 가능하다.

리커창 총리는 원고를 읽는 전통적인 중국의 고위관리 스타일에서 원고 없이 간명하고 직설적으로 그리고 제스처어를 써가며 연설하는 것으로 유명하다. 2013년 총리의 내외기자회견에서 한 매체가 조사한 것을 보면 리커창 총리는 30여차례 손으로 제스처어를 쓴 것으로 나타났다. 말하는 속도도 전임 원자바오 총리는 1분당 71자(字)를 말하는데 리커창은 118자(字)를 말할 정도로 빠르다. 업무보고에 있어서 실리적인 면을 강조하고 요식행위를 배제하는 것이 “리커창 스타일”이다.

이런 리커창 총리가 이끄는 중국경제의 큰 변화는 바로 대국경제로의 전환이다. 20세기 이후의 세계경제에는 3차례 기적이 있었다. 첫째는 1950-60년대 독일, 일본의 기적이다. 독일이 연평균 5.5%, 일본이 10.9% 성장했다 하지만 이들 국가의 인구는 1억명 수준에 그친다. 둘째는 1970-80년대 아시아 4룡의 기적이다. 한국이 연평균 8.0%, 싱가포르가 10.1% 성장했지만 이들 국가는 인구 5천만명미만의 작은 국가들이다. 셋째는 1990-00년대 중국의 기적이다. 13억의 인구가 개혁개방 이후 금융위기까지 (1979년~2009년까지) 연평균 9.3% 성장을 했다.

1인당소득이 2배 되는 데 걸린 시간을 보면 영국 58년, 일본 34년, 인도 17년, 한국 11년인데 반해, 중국은 10년에 불과했다. 인류역사상 초대형의 국가가 최고의 속도로 달려왔고 지금도 달려가고 있는 것이다. 바로 “13억의 대국”의 효과이다.

G2로 올라섰고 금융위기 이후 3.9조달러의 화폐를 찍은 미국과는 달리 3.9조달러의 외환보유고를 가진 중국은 경제에서 이젠 더 이상 생산대국이 아니라 소비대국이다. 중국은 지금 전세계 면세품의 47%를 소비하는 고급소비자로 변신했다.

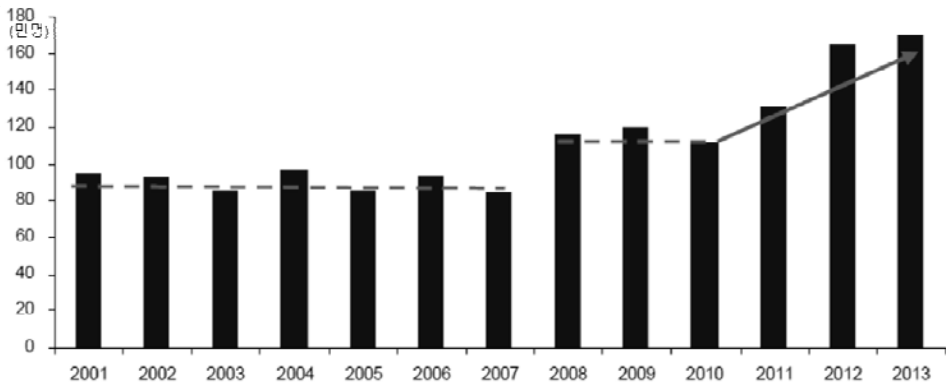
정치불안정, 경제혼미, 재정적자로 흔들리는 미국의 판세를 읽고 정치와 외교에서도 이젠 거침이 없다. 중동과 아프리카, 이젠 미국의 앞마당인 중남미 국가들을 자기편으로 만들고 사사건건 미국에 대들지만 미국의 대응은 밋밋하다. 시진핑 정부 들어 중국은 G1으로 가는 진정한 시장경제, 대국경제, 소비경제로의 시동을 걸었다.



#### 4. 2015년 중국, 성장률에 목매지 않는 “Ping-Normal”의 시대

지금 시진핑 정부는 성장률에 더 이상 목매지 않는다. 리커창 총리의 2014년 GDP성장목표는 7.5%가 아니고 “7.5%좌우(左右)”다. 공대출신 원자바오 총리 집권 10년간 중국경제는 죽어도 8%란 “保8%” 정책으로 소위 목표관리를 했지만 상대출신 리커창 총리는 “7%+-알파”라는 구간관리로 돌아섰다. 중국의 2014년 경제성장률은 7.5%가 아니라 7.3%도 될 수 있고 7.6%도 될 수 있다는 말이다.

〈그림 2〉 중국의 GDP 1%당 고용유발계수

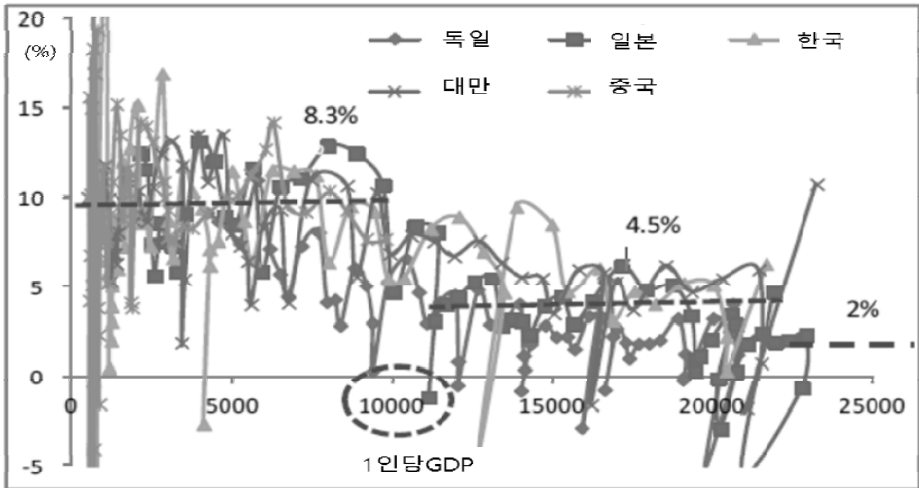


자료: WIND.

원자바오 총리가 8%성장에 목맨 것은 중국의 GDP 1%당 노동유발계수가 80만명 수준이어서 연간 700만 가까운 대졸자를 취업시키려면 최소 8%성장은 해야 했기 때문이다. 그러나 2012년부터 중국은 3차산업이 제조업 비중을 넘어서면서 노동유발계수가 150만명으로 늘어났다. 그래서 지금 중국은 7%만 성장해도 연간 1000만명 이상의 고용이 가능해졌다. 중국은 2013년에 7.7%성장에도 1300만명의 고용을 달성했다. 그래서 지금 중국은 7%대 성장이면 1000만명 이상을 고용할 수 있기 때문에 환경문제 때문에 성장률을 높이기 위한 경기부양을 할 생각이 없다.

1960년 이래 세계 주요 100여개 국가 중 1만달러 이상 소득전환에 성공한 국가는 대만, 한국, 독일, 일본의 단 4개국에 불과하다. 그런데 대만은 인구 2300만, 한국이 5000만, 독일이 8000만, 일본이 1억3000만 인구에 불과하다. 이들 4개국은 1인당 소득이 1만\$를 넘어서면서 평균성장률은 8.3%에서 4.5%선으로 낮아졌다.

〈그림 3〉 1960년대이후 1인당소득 1만\$초과 4개국의 GDP성장률 추이



자료: 国家统计局, WIND

〈표 1〉 독일, 일본, 한국, 대만 4개국의 고성장이후 경제지표의 변화

| 시기               | 지표          | (단위)    | 독일        | 일본        | 한국        | 대만        | 평균       | 중국        |
|------------------|-------------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|
| 고속<br>성장기        | 기간          |         | 1951-1965 | 1951-1973 | 1961-1996 | 1951-1989 |          | 1978-2013 |
|                  | 지속기간        | 년       | 15        | 23        | 36        | 39        | 28       | 36        |
|                  | 성장률         | %       | 6.6       | 9.3       | 8.5       | 8.8       | 8.3      | 9.8       |
|                  | 기말인당GDP     | 90년국제\$ | \$9,186   | \$11,434  | \$12,860  | \$9,538   | \$10,754 | \$9,802   |
|                  | 미국대비인당GDP수준 | %       | 68.5      | 68.5      | 51.0      | 41.4      | 57.0     | 30.1      |
| 중속<br>성장기        | 기간          |         | 1966-1972 | 1974-1991 | 2001-2010 | 1990-2010 |          | 2014-2033 |
|                  | 지속기간        | 년       | 7         | 18        | 10        | 21        | 14       | 20        |
|                  | 성장률         | %       | 4.0       | 3.7       | 4.9       | 5.1       | 4.5      | 5.3       |
|                  | 기말인당GDP     | 90년국제\$ | \$11,966  | \$19,335  | \$21,701  | \$23,292  | \$19,078 | \$27,284  |
|                  | 미국대비인당GDP수준 | %       | 71.2      | 84.7      | 71.2      | 76.4      | 76.0     | 56.5      |
| 고속/<br>중속기<br>차이 |             |         | 독일        | 일본        | 한국        | 대만        | 평균       | 중국        |
|                  | 지속기간        | 년       | -8.0      | -50       | -26.0     | -18.0     | -14.0    | -16.0     |
|                  | 성장률하락폭      | %P      | -2.6      | -5.6      | -3.6      | -3.7      | -3.8     | -4.5      |
|                  | 성장률하락률      | %       | -39%      | -60%      | -42%      | -42%      | -46%     | -46%      |
|                  | 기말인당GDP     | 90년국제\$ | \$2,780   | \$7,901   | \$8,841   | \$13,754  | \$8,324  | \$17,482  |
| 중국<br>대비         | 미국대비수준      | %       | 2.7       | 16.2      | 20.2      | 35.0      | 19.0     | 26.4      |
|                  |             |         | 독일        | 일본        | 한국        | 대만        | 평균       | 중국        |
|                  | 인구          | 만명      | 8,176     | 12,777    | 5,000     | 2,324     | 7,069    | 136,072   |
|                  | 면적          | 만KM     | 35.7      | 37.8      | 10.0      | 3.6       | 21.8     | 960.0     |
|                  | GDP규모(2013) | 조\$     | \$3.6     | \$4.9     | \$1.3     | \$0.5     | \$2.6    | \$9.2     |
|                  | 인구          |         | 6%        | 9%        | 4%        | 2%        | 5%       | 100%      |
|                  | 면적          |         | 4%        | 4%        | 1%        | 0.4%      | 2%       | 100%      |
|                  | GDP규모(2013) |         | 39%       | 53%       | 14%       | 5%        | 28%      | 100%      |

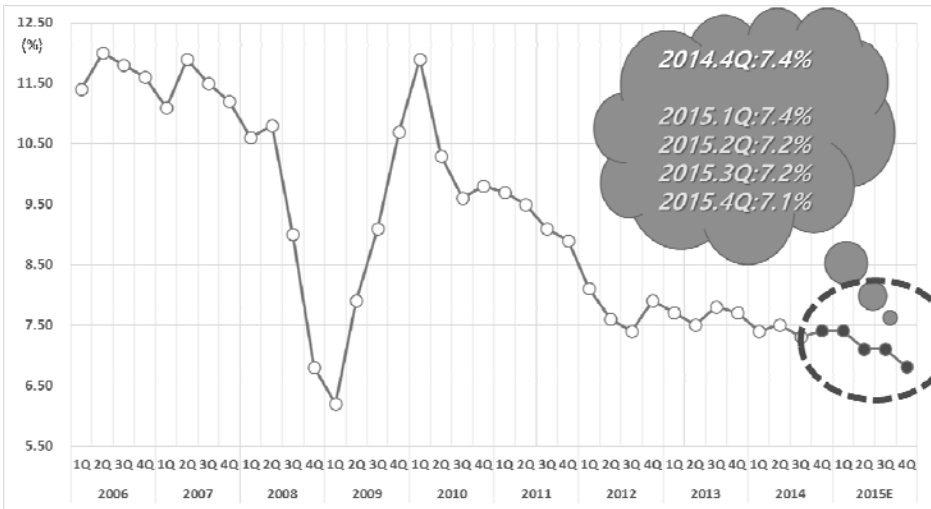
자료: 国家统计局, WIND, 중국경제금융연구소

역대 G2국가 중에서 G1국가 GDP의 절반에 해당하는 경제규모를 가진 나라가 7%대의 성장을 한 적이 없다. 일본이 G2일 때 1-2%성장도 버거워 했는데 적어도 7% 성장을 하는 중국경제를 두고 7.5%나 7.3% 성장이나를 두고 경제위기라고 하는 것은 좀 과해 보인다.

7% 성장하는 대국경제를 소수점 한자리수로 경제상황을 판단하면 틀린다. 2014년 중국은 10%대에서 7%대로 성장률을 낮추고 산업의 구조조정, 경제성장 방식의 전환을 시작한 두 번째 해이고 2015년에도 중국경제성장률은 2014년보다 더 낮아질 전망이다.

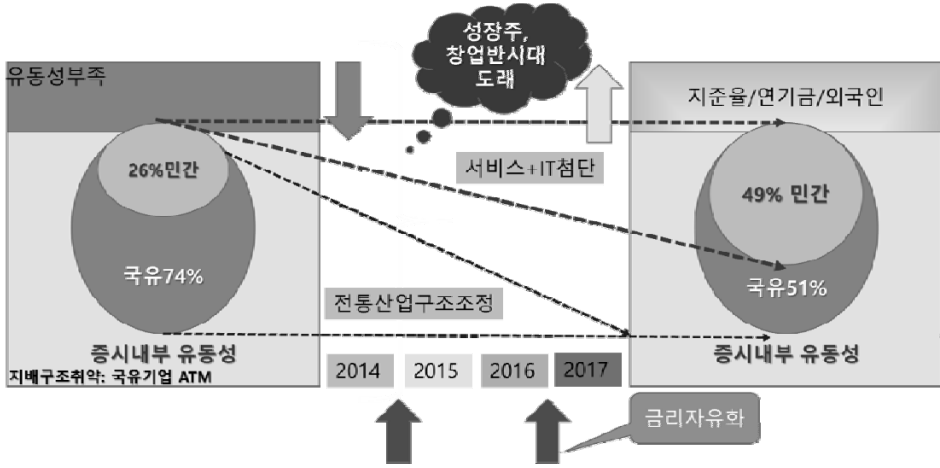
중국은 현재 7.5%대의 성장에서 6%대 그리고 장기적으로 5%대 성장으로 진입할 것으로 보인다. 인구 13.7억명의 세계 2위의 경제대국 중국이 7%대의 성장을 하는 것은 결코 낮은 성장이 아니다. 최근 20년간 G2였던 일본은 1%대 성장에 그쳤고 역대 G2국가중 7%대 성장을 한나라가 없다. 그런데도 중국의 7%대 성장에 중국의 경착륙과 위기를 논하는 것은 잘못된 것이다.

〈그림 4〉 중국의 분기별 경제성장률 추이와 전망(2006~2015E)



자료: WIND, 중국경제금융연구소

〈그림 5〉 중국의 산업구조조정과 증시의 구조변화



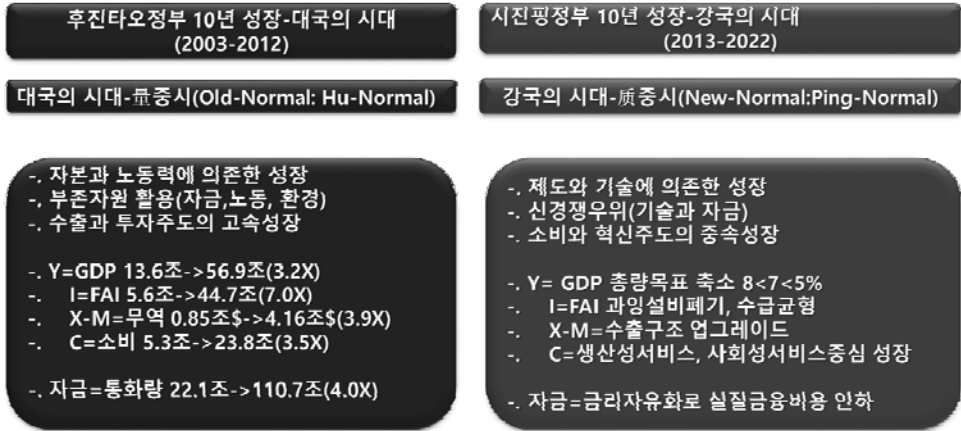
자료: 중국경제금융연구소

G2대국의 경제위기론에 휩쓸리기 보다는 중국의 변화가 무엇이고 그 과정에서 한국이 뭘 찾아 먹을까를 연구하는 것이 답이다. 이번 2014년 제4중전회의 이후 중국정부는 많은 파격적인 정책변화를 예고하고 있다.

중국의 2014년 4중전회의와 경제공작회의 결과를 보면 중간재 수출로 재미를 보던 한국의 전통제조업은 이제 중국 특수는 잊어야 할 것 같다. 2015년에도 잘해야 2014년 수준이다. 지금 중국의 산업을 분야별로 보면 “전통산업은 과잉 설비 축소”, IT를 중심으로 하는 “신성장 소비산업은 육성”, “금융산업은 내부 구조조정”이다.

중국의 문제점이 나라가 망할 정도가 아니라면 중국의 모든 문제점은 한국의 기회이고 돈이다. 중국이 서방 선진국처럼 투명하고 깨끗해지면 우리에게 기회는 더 이상 없다. 중국경제에 대한 다소 황당한 해석의 서방언론의 장단에 박수나 치고 있으면 우리에게 생기는 것은 없다. 중국의 변화에 한국의 돈 벌 기회가 무엇인지를 제대로 파악하는 것이 중요해 보인다.

〈그림 6〉 시진핑 시대 10년 중국경제의 패러다임 변화



자료: 중국경제금융연구소

## II. 중국의 대기회-신경제시대의 도래

### 1. 검의 고수에 칼로 덤비면 당한다

중국이 경제규모에서 미국에 이은 G2라고 하지만 중국은 그래 봤자 남의 것 베낀 짝퉁의 나라라고 폄하한다. 하지만 지금 중국은 전세계에서 달에 소프트 랜딩을 할 수 있는 단 2개의 나라다. 이는 중국은 첨단기술분야에서도 G2라는 의미이다. 그리고 노동자와 농민의 나라라는 사회주의 국가 중국이 지금 전세계 억만장자 수에서도 미국에 이은 G2다.

중국의 대표 장사꾼, 역대부자를 4명만 고르라면 여불위, 호설암, 리카싱, 마 윈이다. 중국을 통일한 최초의 황제, 진시황의 생부라고 알려진 인물이 여불위다. 진나라의 최고의 장사꾼이지만 재물 투자한 것이 아니라 사람에게 투자해 대박을 냈다. 상인 출신이었던 그는 자신의 영향력을 행사해 진나라의 왕자들 중 태자가 될 권리를 가지고 있던 자초(子楚)를 매수했다. 자초라는 황제가 될 인물을 알아보고 황제에 투자한 것이다. 자기의 임신한 첩을 자초에게 시집 보내 낳은 아들이 후일 중국을 최초로 통일한 진시황이다.

중국의 “장사의 신(商神)”이라고 불리는 이가 바로 청나라시대의 최고부자 호

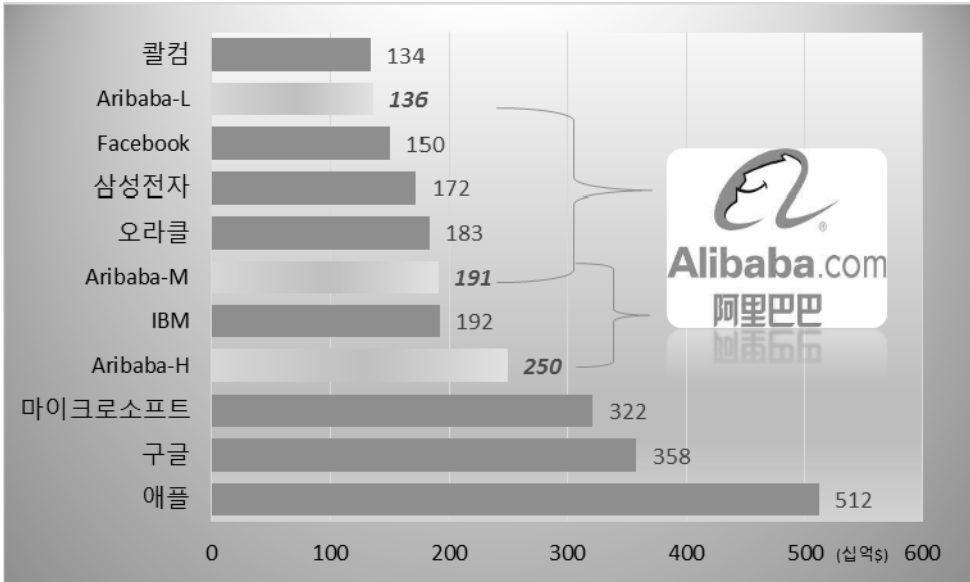
설암이다. 중국 최고의 존엄인 청나라의 정부와 서태후에게도 돈을 빌려줄 정도의 통 큰 장사를 한 중국상인의 전설이다. 지금 아시아 최고부자는 홍콩의 리카싱이다. 그리고 2014년 중국 최고부자로 등극한 이는 아리바바닷컴의 마윈이다. 자본주의 역사상 최대규모인 240억달러를 자본주의의 심장, 뉴욕에서 그것도 미국인들의 돈을 먹은 것이 마윈이다. 마윈은 지금 전세계부자 랭킹 24위에 올랐다.

이들이 돈을 번 대상을 보면 여불위는 “사람”에 투자했고, 호설암은 생필품인 “쌀”에 투자했다. 리카싱은 부동산에 투자했고 마윈은 인터넷전자상거래에 투자했다. 중국의 부(富)의 원천은 인재, 생필품, 땅, 인터넷에서 나왔다. 중국 큰 부자들의 사례로 보면 중국의 진짜 부자는 제조로 돈 번 사람이 없다. 난세에는 사람에 투자하고, 불경기에는 생필품에 투자하고, 호경기에는 부동산에 투자하고, 공업화 현대화로 복잡하고 외로워진 시대에는 사람의 마음을 연결하는 인터넷산업에 투자해서 떼돈을 번 것이다.

중국부자들의 돈 번 비결을 보면 돈은 “머리로 버는 것이 아니라 코로 벌었다”. 트렌드의 변화를 읽고 사회와 경제의 격변기에 기회를 포착해 돈 냄새를 맡으면 거기에 올인해서 대박을 냈다. 지금 중국의 최고 명문대는 주석을 연속으로 2명이나 배출한 칭화대도, 총리를 배출한 북경대도, 주석과 총리에 머리를 빌려주는 브레인들이 우글거리는 푸단대도 아니다. “지잡대”가 지금 중국 최고 명문대다. 중국인들이 비아냥거리는 투로 말하는 “지방의 잡스런 대학”, 항조우사범대가 중국최고 명문이다.

세계 금융의 본고장, 미국의 심장 뉴욕에서 중국에서 잘났다는 칭화, 북경, 푸단대 출신도 못한 일을 지방대 출신 마윈이 해낸 때문이다. 중국 전자상거래 업체 아리바바닷컴의 시가총액이 세계최대 유통기업 월마트의 시가총액을 제쳤다. 전세계 인터넷업체에서 유일하게 아리바바닷컴은 인터넷은행도 개설한다. 중국정부가 최초로 허가하는 5개의 민영은행 중 하나가 아리바바은행이다.

〈그림 7〉 주요 IT기업의 시가총액비교



자료: YAHOO, 2014.10.3

요즘 잘나가던 한국 제조기업들이 중국에서 고전하고 있다. 중국에 중간재와 자본재 팔아 최근 5년간 떼돈 벌었다고 좋아했던 한국 제조업이 추락하고 있다. 중국이 제조에서 3차 산업, 서비스업중심으로 경제구조를 바꾸자 일어난 일이다. 사람의 “마음을 전하는 기계”를 파는 삼성전자가 설립한지 4년밖에 안된, 사람의 마음을 전하는 기계는 공짜로 주다시피하고 대신 “마음을 사는 콘텐츠와 앱”을 핸드폰에 내장시켜 파는 중국의 샤오미에 당했다.

검의 고수에 칼로 덤비면 죽는다. 지금 한국의 삼성전자, 현대차, 엘지전자, 하이닉스를 다 합쳐도 중국의 전자상거래업체 아리바바닷컴 한 개 회사의 시총에도 못 미친다. 세계 최대, 세계 최강의 제조대국 중국에 제조업으로 덤벼드는 나라는 시간이 문제지 언젠가는 당한다. 한국의 대중국전략과 산업 포트폴리오를 빨리 재구축해야 할 때다. 이젠 제조가 아니라 중국이 약한 서비스와 금융으로 중국을 공략해야 승산이 있다.

## 2. 한국의 “거부(巨富)”는 중국이 만든다

한국의 3대 주식부자는 삼성전자 이건희 회장, 현대차 정몽구 회장, 아모레퍼시픽 서경배 회장이다. 그런데 이들을 한국 3대 주식부자의 반열에 올려준 일등공신은 핸드폰, 자동차, 화장품인 것처럼 보이지만 진짜 일등공신은 “중국”이다. 지금 핸드폰, 자동차, 화장품의 세계 최대시장이 중국이다.

아모레퍼시픽 서경배 회장의 재테크가 화제다. 작년 말 이래 아모레퍼시픽의 시가총액이 2배가 늘었다. 중국사업과 면세점 매출이 급증했기 때문이다. 아모레퍼시픽의 영업이익이 2분기에만 69%가 늘었다. 중국의 2013년 해외출국 관광객수는 9,819만명으로 18% 증가했고 인당소비금액은 1,287 달러로 27% 증가했다. 작년 한해 한국에 온 중국관광객은 432만명으로 처음으로 일본을 제치고 1위를 차지했고 인당소비금액도 2,272달러에 달해 일본관광객의 990달러의 2배가 넘었다.

중국 관광당국은 2014년에도 16%증가한 1억 1,400만명이 해외여행에 나설 것으로 예상하고 있고, 인당소비액은 18% 증가한 1400 달러에 이를 것으로 전망하고 있다. 중국의 소득수준 향상에 따른 화장품수요와 급증하는 중국 관광객의 면세점 화장품수요가 한국의 3대 주식부자를 탄생시킨 것이다.

지금 중국에서 1등이면 세계의 1등인 시대가 왔다. 한국의 삼성전자는 중국의 1000-2000위안짜리 핸드폰인 “샤오미 쇼크”에 빠졌다. 세계 최대 핸드폰시장인 중국에서 판매대수에서 샤오미가 14% 점유율로 12%의 삼성전자를 제치고 1위로 올라섰다는 것이다. 저가 핸드폰 돌풍에 삼성전자는 고가폰의 판매정체와 재고 부담으로 분기당 10조원대를 웃돌던 영업이익이 3분기에 4조원대로 추락했다. 외국인의 순매수로 증시가 사상최고치를 근접하는 데도 삼성전자의 주가는 속락했다.

티코 140대 판 회사와 벤츠 120대 판 회사를 두고 판매대수에서 티코가 많다고 티코가 벤츠를 이겼다고 하는 것은 어불성설이다. 대당 1000-2000위안하는 샤오미 핸드폰과 대당 4000-5000위안하는 삼성전자 핸드폰의 매출액기준 점유율은 샤오미가 14%라면 삼성은 36%다. 그러나 “샤오미 쇼크”의 본질을 들여다 보면 반도체 세계1등, LCD 세계1등 하는 세계 최대 IT기업 삼성전자가 샤오미



에게 쇼크 받았다고 보다는 “중국 쇼크”다. 이번 삼성전자의 샤오미 쇼크는 증권시장이 세계 최대시장에서 문제가 생기면 어떤 일이 생기는지를 알리는, 증시가 삼성전자에 보내는 경고장이다.

“아라비아인은 싼 것”을 최고로 치고 “유태인은 고급품”을 최고로 치지만 “중국인들은 싸지만 고급”인 것을 최고로 친다. 핸드폰시장에서 “가격대비 성능최고”인 샤오미가 바로 중국인의 소비습관을 적나라하게 반영한 제품이다.

최근 30년간 미국주도의 세계경제하에서 “글로벌라이제이션(Globalization)”이 화두였고 여기에 동참하지 않는 나라나 기업은 몰락의 길을 걸었고 여기에 발맞춘 나라와 기업은 대박을 냈다. 그런데 2008년 글로벌 금융위기 이후 화두는 역-글로벌라이제이션, 지역화이다. 특히 아시아에서 거스를 수 없는 대세는 “아시아의 중국화”, 소위 “차이나이제이션(Chinaization)”이다. 아시아에서 성장과 부(富)의 축적은 중국을 통하지 않으면 안 되는 시대가 왔다.

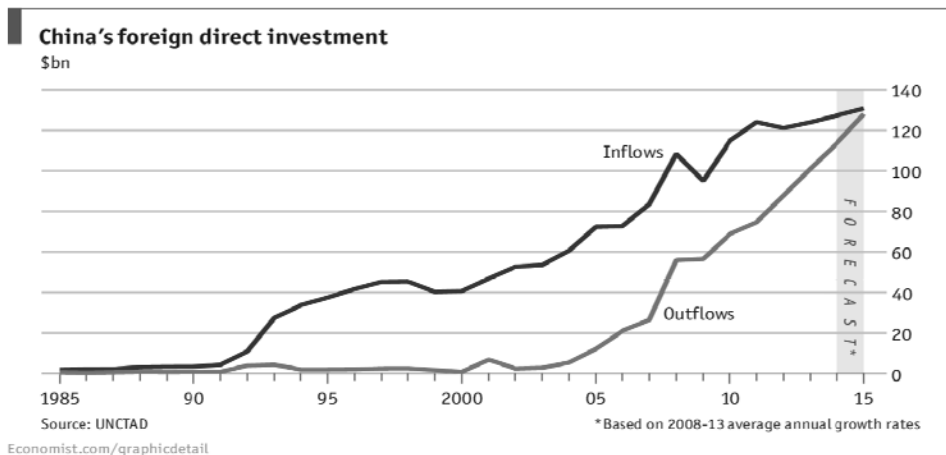
한국의 3대 주식부자의 재테크 비결도 크게 보면 중국이다. 지금 아시아에서 거부가 되는 길은 중국을 어떻게 엮어 치기 하는가에 달려 있다. 과거 40년간 한국 최고의 재벌은 “일본통(通) 회장님”이 있는 그룹이었지만 미래 40년 최고 재벌은 “중국통(通) 회장님”이 있는 그룹이 될 가능성이 높다.

### 3. 세계 최대의 외환보유국 중국의 소비력

지금 중국은 세계최대의 외환보유고를 갖고 있다. 금융위기 이후 세계 대형 M&A의 최대 큰 손은 중국이다. 미국의 월가가 무너졌을 때 미국 정부는 7800억 달러를 퍼 넣어 미국금융을 살렸는데 지금 중국은 미국을 4번 살릴 만한 규모의 달러를 가지고 있다.

2014년초에 이미 3.9조달러를 넘어선 외환보유가 매달 300-400억 달러씩 자금유입이 늘어나고 있지만 중국은 2014년 5월부터 더 이상 외환보유고를 늘리지 않고 있다. M&A와 기업의 해외 직접투자, 금융기관의 해외금융과 부동산 투자로 그리고 동남아와 중남미 아프리카지역의 대대적인 원조로 자금을 퍼내고 있다. 중국은 2014년 10월까지 무역흑자와 직접투자로 인한 자금유입이 3700억 달러에 달했지만 외환보유고 증가는 660억달러에 그쳤다.

〈그림 8〉 중국의 해외투자자와 해외의 중국내 직접투자 추이비교



자료: Economist

〈표 2〉 중국의 월별 외환보유고 추이

| 월별(억\$)   | 외환<br>보유고 | 무역    |       |       | 직접투자 | 소계<br>(순증) | 외환보유<br>(순증) |
|-----------|-----------|-------|-------|-------|------|------------|--------------|
|           |           | 수출액   | 수입액   | 무역흑자  |      |            |              |
| 2013年12月份 | 38,213    | 2,077 | 1,821 | 256   | 121  | 377        | 319          |
| 2014年01月份 | 38,666    | 2,071 | 1,753 | 319   | 108  | 426        | 453          |
| 2014年02月份 | 39,137    | 1,141 | 1,371 | - 230 | 85   | - 144      | 471          |
| 2014年03月份 | 39,481    | 1,701 | 1,624 | 77    | 122  | 199        | 344          |
| 2014年04月份 | 39,788    | 1,885 | 1,701 | 185   | 87   | 272        | 307          |
| 2014年05月份 | 39,839    | 1,955 | 1,596 | 359   | 86   | 446        | 51           |
| 2014年06月份 | 39,932    | 1,868 | 1,552 | 316   | 144  | 460        | 93           |
| 2014年07月份 | 39,662    | 2,129 | 1,656 | 473   | 78   | 551        | - 270        |
| 2014年08月份 | 39,688    | 2,085 | 1,586 | 498   | 72   | 570        | 26           |
| 2014年09月份 | 38,877    | 2,137 | 1,827 | 309   | 90   | 399        | - 811        |
| 2014年10月份 |           | 2,069 | 1,615 | 454   | 85   | 539        |              |
| 연간 누계     |           |       |       | 2,760 | 958  | 3,719      | 664          |

자료: WIND, 중국경제금융연구소

중국의 4대 은행은 전 세계 은행의 순이익 상위 10대 기업에 모두 들어가 있고 세계 10대 은행 순이익의 절반을 중국계 4대 은행이 차지하고 있다. 중국 증시는 주가가 최근 7년 중 최저치이지만 시가총액으로는 미국 다음 세계 2위이다. 중국은 지금 금융강국은 아니지만 금융대국임에는 분명하다.

예전에 인구가 넘치는 중국이 인해전술로 뛰든 밀고 나오면 전쟁이든, 생산이든 대적할 자가 없었는데 이제 중국은 인해전술이 아니고 전해전술(錢海戰術)로 나오고 있다. 요즘 중국은 정치문제도 돈으로, 경제로 해결한다. 일본과의 영토 문제는 희토류로 해결하고 미국과의 문제는 1조달러 넘게 보유한 미 정부채권으로 조절한다. 아세안과는 비과세 협정으로, 아프리카와 중남미는 원조로 조정한다.

지금 중국은 미국 일본 한국의 중요한 채권자다. 정치적 명분이 아닌 한중간 갈등을 경제적 실리로 풀 때 한국의 대응 방법이 있는가? 21세기에는 무기로 하는 전쟁이 제대로 끝난 적이 없다. 그러나 경제로 하는 전쟁은 한방에 간다. 일본의 센카쿠열도, 미국과 통상마찰 모두 한방이다. 미국의 채권보유를 줄이고 환율절상 압력에 대응한다. 한국 수출의 25%를 중국에 의존하는데 중국이 무역에서 강하게 나오면 우리는 대안이 있는가? 한국이 없으면 중국의 공장이 안 돌아갈 독보적인 품목이 없다. 문제다.

#### 가. 상하이로 세계 3대 금융시장으로

중국은 2020년까지 상해를 세계 3대 금융시장으로 만들고 자본시장을 개방할 계획이다. 중국이 자본시장 개방하면 한국증시 폭락의 가능성 크다. 외국인의 한국주식 매수는 세계에서 가장 고성장 하는 중국에 투자하고 싶지만 중국시장이 개방되어 있지 않아서 대신 중국성장의 수혜를 가장 크게 받는 한국의 주식을 산 때문이다. 중국증시가 개방되면 한국주식을 팔고 직접 중국주식을 사는 일이 벌어질 확률이 높다. 증시의 대규모 자금유출은 증시폭락은 물론 외환시장의 급 변동을 가져올 수 있다.

중국은 2014년 11월 중순부터 후강통(滬港通)제도를 도입해 중국은 중국 상해 A시장을 외국인들에게 개방했다. 외국인이 중국 A주식을 QFII, RQFII펀드를 통하지 않고 직접 개별 주식을 살 수 있게 되는 것이다. 중국의 시장개방의 신호탄이 오른 것이다. 그러나 중국의 시장개방의 행보는 여기서 그치지 않는다. 내년쯤이면 전세계 기관투자자들이 벤치마크 하는 MSCI지수에 상하이 지수를 편입할 전망이다. 이런 상황이 벌어지면 MSCI 신흥시장지수에 가장 큰 비중을 차지하는 한국 증시가 가장 큰 타격을 입는다. 이제 한국도 어쩔 수 없이 중국 주식의 비중을 높여야 하는 타이밍이다.

그러나 문제는 한국의 준비다. 중국에 투자해 돈을 먹어야 하는데 한국은 최근 7년간 중국펀드에서 60%를 까먹었다. 중국경기가 나빠서라기보다는 중국산업을 분석하고 중국의 유망기업을 고를 능력이 없어 그냥 시장 따라 가다가 보니 그렇게 된 것이다. 그럼에도 불구하고 한국의 여의도 금융가는 중국어가 능통하고 현지사정에 밝은 펀드매니저, 애널리스트의 양성은 아직도 뒷전이다. 중국 증시가 다시 부상하는 날, 그간 입었던 손실을 한방에 만회할 기회를 애초부터 포기하는 한심한 일이다.

강대국의 통화는 강세고 망해가는 나라의 통화는 약세다. G2에서 G1으로 부상하는 중국의 환율은 5년 내 지금보다 20-30% 절상은 있을 수 있다. 중국의 유망산업, 중국의 유망기업에 돈을 묻어야 할 때이지 만 중국 펀드에 멍든 새 가슴으로는 엄두가 나지 않는 것이 안타까운 한국투자자들의 현실이다.

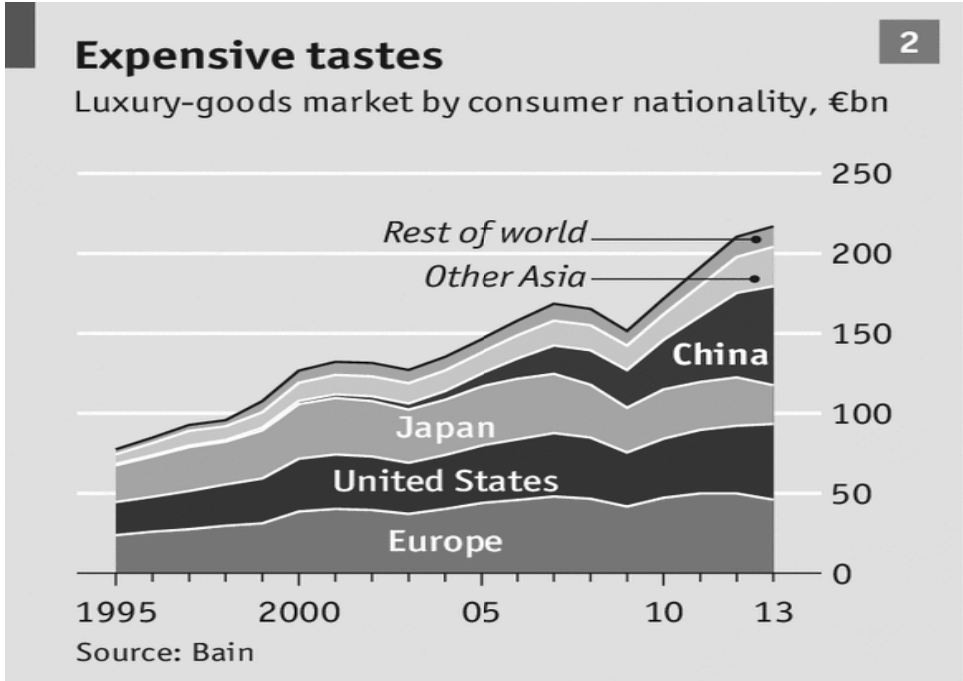
#### 나. “붉은 귀족” 주도 명품소비 주도국

중국은 지금 모택동의 이념을 받든 혁명분자의 시대는 지나가고 등소평의 유지를 받든 때 돈 번, 우수한 사회주의자 “붉은 귀족”의 시대가 왔다. 2,267명의 정협 위원 중 7%에 달하는 156명이 중국증시 상장기업의 경영진들이다. 더 놀라운 것은 전인대에 참석한 경영인들의 회사155사의 시가총액이 무려 6조 3983억 위안, 한화 1,120조원으로 중국증시의 23%에 달한다. 공산당은 이미 무산계급자의 당이 아니다. 중국은 “사회주의 탈을 쓴 자본주의”다.

2014년 9월18일 미국 뉴욕 거래소에 상장한 아리바바는 상장하자마자 시가총액이 2300억달러로 한국의 삼성전자보다 시가총액이 600억달러나 많았다. 아리바바의 창업자 17명은 돈방석에 올라 앉았다. 중국기업의 IPO로 신흥부자들이 줄지어 탄생하고 있다. 지금 전세계 억만장자 1400여명중 161명이 중국부자다. 중국은 지금 전세계 부자 수에서도 G2다.

중국부자의 소비가 중국을 바꾸고, 전세계 자동차 회사를 바꾸고 전세계 명품점과 면세점, 호텔을 바꾸고 있다. 중국은 전세계 럭셔리 제품의 28%를 소비하는 세계 최대 명품소비국이다. 중국은 미국을 제치고 세계 최대 자동차시장이 되었고 중국은 지금 아시아 최대의 와인 소비국이다.

〈그림 9〉 주요국의 명품소비추이 비교



자료: Economist

중국이 성장전략을 투자와 수출중심에서 소비와 내수중심으로 바꾸었다. 한국은 중간재에서는 세계적인 수준이지만 소비재에서는 세계적인 수준이 아니다. 브랜드도 없다. 큰 일이다. 가전은 이미 중국에서 한국은 맛이 갔고 핸드폰 정도가 남아있지만 아이폰과 힘겨운 경쟁을 하고 있고 저가폰에서 한국의 삼성마저도 중국의 신생업체 샤오미에 당했다. 제 4세대 핸드폰에서는 중국의 독자 표준 때문에 중국기업과 다시 붙어야 한다.

한국은 중국이 감동할 그런 1류의 소비재를 공급할 능력이 없다. 이랜드, 초코파이, 바나나우유, 농심라면 정도가 한국의 대중국 소비재 산업의 성공기업이다. 한국은 지금 중국 소비자의 눈높이에 맞는 고급제품과 브랜드가 없다.

중국 관광객의 한국 러시는 세금과 환율 때문에 중국보다 싼 명품가격이 한 요인이다. 한국의 문화 때문이라는 건 착각이다. 중국이 한국문화를 존경한다는 건 어불성설이다. TV드라마를 즐긴다고 한국을 존경하는 건 아니다. 우리가 일제 꼬끼리 밥통 사온다고 일본을 존경하는 것 아닌 것처럼.

프라다, 코우치, 샘소나이트 같은 세계적인 명품회사들이 줄줄이 중국 소비자를 겨냥해 홍콩에 상장했다. 이미 중국 내부적으로 중국의 해외 명품관광에 대한 반성이 있다. 중국이 중국내 명품에 대한 세금을 내리고 관광객의 수입 명품의 관세를 올리면 한국의 명품관광은 바로 타격 받을 수 있다.

한국이 중국 현지공장 규모를 자랑할 때는 지났다. 중국이 선호하는 명품의 반열에 한국제품의 명단을 올려야 한다. 삼류는 제품을 팔고, 이류는 기술을 팔고, 일류는 브랜드를 판다. 한국이 대중국사업에서 길고 오래 가려면 제품과 기술이 아니라 일류 브랜드를 팔고 금융에서 승부를 걸어야 하는 절실한 때가 왔다.

#### 다. 중국부자 순위를 바꾸는 핵심변수 3가지

2000년전 중국은 우아한 세계 4대 문명국이었지만 지금 중국은 돈벌이에 혈안이 된 경제와 재테크의 춘추전국시대다. 같이 일해 같이 잘살자는 사회주의 중국의 억만장자수가 미국 다음으로 많다. 세계 억만장자 수 상위 10개국 중 중국부자의 비중이 16%나 된다.

한국이나 미국의 경우 부자순위를 보면 top10의 순위가 큰 변동이 없지만 중국 부자를 보면 순위가 매년 바뀐다. 부자순위를 바꾸는 핵심변수 세 가지는 정부정책, 부동산, 주가다.

최근 10년간 중국의 부자순위를 보면 중국의 치부와 방법과 유망산업이 보인다. 중국정부가 부동산개발에 열을 올렸을 때는 부동산개발업자들이, 사회간접자본에 돈을 퍼부었을 때는 증공업을 하는 삼일증공업의 양원건 회장이 1등부자였다. 중국정부가 소비진흥을 외치자 과자와 물장사를 하는 소비재회사인 와하하그룹의 종칭후 회장이 부자순위 1등이었다. 그런데 소비가 유통으로 주도권이 넘어가자 이제는 쇼핑몰과 유통의 왕자인 완다그룹의 왕지엔런 회장이 중국의 최고부자의 반열에 올랐다. 그리고 리커창 총리가 집권하면서 IT소비를 역설하자 인터넷업체인 탕신의 마화팅회장이 부자순위 1위로 등극했다. 역대 중국의 거상들은 모두 정부의 소금, 차 등 전매사업에 손을 대 부를 이룬 사람들이다. 중국의 거상들은 21세기에도 여전히 정부의 정책사업 또는 정부 정책의 끝이 향하는 곳에 미리 투자를 해두어 돈을 벌고 있다.

〈표 3〉 2014년 중국의 10대 부자 순위

| 2014 | 2013 | 성명  | 회사CODE    | 회사명    | 지분율 | 업종  | 재산(억R) | 재산(조원) |
|------|------|-----|-----------|--------|-----|-----|--------|--------|
| 1    | 1    | 马化腾 | 0700.HK   | 腾讯控股等  | 10% | IT  | 1,007  | 18.1   |
| 2    | 2    | 李彦宏 | BIDU.O    | 百度     | 21% | IT  | 854    | 15.4   |
| 3    | --   | 刘强东 | JD.O      | 京东商城   | 21% | IT  | 484    | 8.7    |
| 4    | 11   | 郭广昌 | 0656.HK   | 复星国际等  | 46% | 원자재 | 410    | 7.4    |
| 5    | 40   | 何享健 | 000333.SZ | 美的集团等  | 37% | IT  | 347    | 6.2    |
| 6    | 21   | 张志东 | 0700.HK   | 腾讯控股   | 3%  | IT  | 345    | 6.2    |
| 7    | 5    | 许荣茂 | 0813.HK   | 世茂房地产等 | 65% | 부동산 | 338    | 6.1    |
| 8    | 24   | 王传福 | 002594.SZ | 比亚迪    | 24% | 자동차 | 309    | 5.6    |
| 9    | 3    | 杨惠妍 | 2007.HK   | 碧桂园    | 58% | 부동산 | 295    | 5.3    |
| 10   | 8    | 丁磊  | NTES.O    | 网易     | 45% | IT  | 285    | 5.1    |

자료: 동방재부망

세계는 중국의 황금을 캐려고 중국으로 몰려들고 있다. 중국의 돈의 향배는 정책의 키를 쥐는 공산당에게 있다. 공산당의 경제정책을 잘 보면 거기에 부의 코드가 숨어 있다. 세계최대의 시장, 세계최대의 달러보유가 중국의 오늘이다. 중국은 식당은 10시면 문닫지만 은행은 토요일 일요일에도 문을 여는 나라가 중국이다.

삼국지에 나오는 관우를 끌어 내어 장사를 시키는 나라가 중국이다. 제갈량과 유비보다 장사꾼들 사이에 절대 인기는 관우다. 조조가 아무리 회유를 해도 유비와의 의리를 지키는 의지의 아이콘 관우를 장사의 신, 재신으로 모시는 나라다. 중국 상인은 “의리가 바로 이익이다”라는 신념을 가지고 장사하고 돈이 아니라 사람의 의리를 가지고 돈을 버는 철학을 가진 사람들이다. 중국으로 모이는 돈, 중국의 부자들의 재산증식의 속도를 보면 중국 상인들의 비즈니스 룰, 소위 “차이나 스타일”이 세계기업과 장사꾼들이 따라야 할 룰이 되어버리는 월 날이 가까워지고 있는 것 같아 두렵다.

#### 4. IT와 자동차가 만드는 신경제의 창조력

산업의 국제적 이전 과정을 보면 미국에서 개발된 기술이 일본, 한국을 거쳐 중국으로 건너가는 것이 최근 60년간의 추세다. 철강, 가전, 화학, 자동차, 한

드폰, 반도체가 모두 이런 과정을 겪고 있다. 미국의 나스닥, 일본의 니케이지수, 그리고 한국의 코스닥지수의 상승기 주도주를 보면 자동차와 IT주였다.

정보화 사회로 진입한 세상에서 세상을 움직이는 대표적인 상품이 자동차와 IT이기 때문이다. 자동차는 정보를 찾으러 가는 수단이고 핸드폰은 찾은 정보를 전달하는 수단이다. 미국과 한국의 성장산업시장인, 나스닥, 코스닥 시장의 주력은 바로 정보산업 관련주다.

지금 중국에도 한국의 2000년 초반과 같은 자동차와 IT를 중심으로 하는 “성장주시대”가 온 것으로 보인다. 금융위기 전에 세계 최대의 자동차와 IT시장은 미국이었지만 지금은 중국이 세계 최대의 자동차와 IT시장이다. 중국의 2013년 연간 자동차 판매대수는 2,249만대로 2위인 미국의 1,598만대보다 691만 대나 더 많다. 중국의 인터넷 가입자수는 6억명으로 미국의 2.5억명의 2.4배다. 또한 핸드폰 가입자는 12.7억명으로 미국의 3.5억명의 3.6배나 된다.

중국의 성장주시장의 질주는 2014년 들어서도 멈출 줄 모르고 있다. 연초이래 중국의 A주 시장은 부진을 면치 못하고 있지만 차스닥시장은 이미 20%대의 상승을 보였다. 2014년까지 전통산업의 구조조정을 끝내는 대신 IT소비를 정부가 정책적으로 장려하고 있기 때문이다.

디지털 중독, 스피드의 중독은 마약중독보다 더 강하다. 지금 만만디의 나라 중국이 핸드폰과 인터넷 자동차에 중독되어 있다. 중국의 정보산업은 중국정부가 외국업체의 진입을 의도적으로 막고 있다. 덕분에 중국의 정보산업은 일취월장이다. 중국판 facebook인 런런왕(人人网)은 이미 2.8억명의 가입자를 가지고 있고 중국식 Twitter인 웨이보(新浪微博)는 5억명, 중국식 카카오톡인 웨이신(微信:Wechat)의 가입자는 6억명이나 된다.

첨단기술은 그 시발점과 종착점이 같은 적이 없다. 증기기관이 영국에서 개발되었지만 꽃이 핀 곳은 고속도로가 가장 긴 미국에서 자동차 산업으로 꽃피었다. 인터넷과 핸드폰 기술의 개발은 미국의 실리콘밸리에서 시작되었지만 꽃이 활짝 만개를 하는 곳은 시장이 가장 큰 곳이다. 그래서 전세계에서 인터넷과 핸드폰가입자수가 가장 많은 중국과 중국증시에서 이와 관련된 종목을 주목하지 않을 수 없다.



### 가. 중국 인터넷 경제, 세계 최대, 최고로 부상 전망

지금 전세계 신기술들이 중국에서 높고 있고 중국에서 만들어 전세계로 팔린다. 한국의 강점이 전세계의 기술과 만나면 빛이 바랜다. 중국기술은 낙후되어 있지만 중국시장에 들어온 세계기술은 한국보다 수준 높은 것이 수두룩하다. 중국에서 돈 번다는 것은 중국기업과 경쟁이 아니고 전세계기업과 경쟁이다. 한국의 적은 중국기업이 아니라 중국에 들어온 서방기업이다.

아이폰이 중국을 바꾸어 놓았다. 신장의 유희사태도, 음식점의 불량식품도, 고관들의 여성들과 부적절한 행위나 부적절한 거래도 카메라 달린 핸드폰이 관찰자, 고발자가 되고 있다. 숨겨놓은 CCTV보다 손에 들고 다니고 언제 어디서나 전송이 가능한 “이동 CCTV”인 핸드폰이 중국을 바꾸어 놓았다. 요우쿠, 위챗 등의 SNS네트워크에 무조건 찍어서 올리고 유통시킨다.

애플이 70만명의 푸스캉 종업원의 손으로 아이폰을 만들어 가면서 노동환경이 무엇이고 대량생산이 무엇인지 그리고 생산이 아니라 개발과 유통이 진정한 권력이란 걸 알려 주었다. 그리고 6달러의 임금으로 만들어 준 아이폰을 중국인들이 499달러를 주고 애플매장에서 다시 사는 시대, 그리고 그 아이폰을 끼고 사는 시대로 사회를 바꾸었다.

그리고 이젠 아이폰을 통한 전자상거래시대다. 타오바오를 통한 매출액이 어지간한 오프라인 제조업체의 매출액을 한참 전에 넘었고 그 성장 속도가 장난 아니다. 물건은 오프라인에서 보고 구입은 타오바오에서 한다. 중국의 새로운 변화다. 아리바바닷컴의 전자상거래 거래액이 삼성전자 매출액을 뛰어 넘고 온라인게임 업체 텡선의 시가총액이 1000억달러를 넘어섰다. 이 모든 것이 유통과 인터넷 혁명의 덕분이다.

시장이 수요를 만들고 돈이 힘을 만든다. 이젠 중국의 모바일과 인터넷가입자가 세상을 바꿀 가능성이 커지고 있다. 중국은 지금 농민 다음 왕민(网民:네티즌)이다. 지금 세계 정보서비스업계는 중국으로 빨려 들어가는 “차이나이제이션(Chinaization)”의 회오리바람으로 흔들린다.

〈그림 10〉 주요국의 인터넷경제의 GDP비중 비교



자료: 맥킨지

중국의 IT기업 런상이 IBM의 PC에 이어 모토로라의 핸드폰을 인수했다. IBM, 오라클, HP, 구글과 같은 글로벌 IT거인들이 중국으로 진출하고 중국정부와 중국 네티즌의 환심을 사기에 급급하다. 이젠 세계 정보산업에서 1등은 반드시 중국에서 1등해야만 가능하다. 중국의 돈과 인터넷과 모바일 가입자의 수가 바로 권력이다. 중국에서 비즈니스는 이젠 유통을 장악하지 못하면 끝이고 그 유통의 중심에 바로 인터넷이 있다.

한국에서 대중국 손익계산서는 이젠 제조에서 원가경쟁력이 아니라 유통과 금융을 같이 봐야 답을 제대로 얻는다. 그리고 실물경제가 아니라 이젠 사이버 경제, 인터넷경제에서 유통시장을 장악하지 못하면 한국의 대중국 손익계산서는 더 쪼그라들 가능성이 있다.

### 나. 정보대국 중국에서 나타난 금융혁명

지금 중국은 전체인구의 90%가 이동통신망에 접속되어 있고 45%가 인터넷망에 접속되어 있다. 중국은 자동차보급에 따른 물류혁명, 통신망보급에 따른 정보혁명의 거대한 소용돌이 속으로 들어갔고 지금 금융이 정보혁명을 만나 합쳐지면서 금융혁명이 일어나고 있다.

정보화시대의 소비와 판매는 금융과 유통이 접합된 인터넷과 모바일에서 누가 강인가에서 승부 난다. 금융이 정보와 만나면 인터넷금융이 생긴다. 증권업에서 찰스스왑이나 이트레이드처럼 무점포 온라인 기업이 전통적인 브로커리 시장을 붕괴 시켰듯이 이젠 거대한 공룡, 은행업도 인터넷 금융이 정부의 규제만 없다면 한방에 붕괴 시킬 수 있는 시대가 왔다. 그 변화가 바로 인터넷대국 중국에서 나오고 있다.

정보가 통제된 사회였던 중국은 모든 것이 지금은 정보로 통한다. 지금 중국 금융에서도 시장공략은 인터넷을 통하는 것이 가장 효율적인 방법이다. 13.6억의 인구 중 12.3억이 네트워킹 되어 있어 인터넷과 모바일을 쓰면 전국민을 한방에 고객으로 잡을 수 있기 때문이다.

최근 중국에서는 기존의 거대 공룡인 은행을 위협하는 인터넷금융상품이 등장했다. 대표적인 것이 바로 마윈이 만든 아리바바아리바바 그룹의 위어바오(余额宝)다. 위어바오는 금융에서 인터넷을 통한 비즈니스 모델이다.

2013년 8월 아리바바의 온라인 결제 자회사인 즈푸바오(支付宝)가 위어바오를 출시했다. 위어바오는 물건 사고 남은 금액을 위어바오로 옮겨두면 자동으로 즈푸바오가 천홍(天弘)자산운용과 협약을 맺어 운용하는 MMF펀드에 가입되는 인터넷금융상품이다.

통상 중국의 정기예금은 최저 50위안, 금융상품은 5만위안 이상이어야 가입이 가능한데 위어바오는 최저 가입한도가 없다. 수시입출금이 가능한 데다 시중은행 정기예금 금리 연 3%의 1.8 배에 가까운 5.3%대 수익률을 내자 상품출시 9개월만에 8100만명의 투자자와 5000억 위안, 90조원의 자금이 몰려 대박이 났다.

상해거래소의 주식투자가의 수가 9,000만명선인데 불과 9개월만에 8,100만명의 투자가를 모은 인터넷 금융, 위어바오(余额宝)의 위력은 놀랄 만하다. 중국에서는 요즘 인터넷이 중국의 재테크 풍속도마저 바꾸어 놓고 있다. 마땅한 투자수단이 없어 3%대의 정기예금에 돈을 넣던 이들이 4%대 금융상품(理财产品)이 나오자 떼로 몰려 갔지만 지금은 5.3%대 인터넷금융상품이 나오자 열광의 단계로 들어섰다.

아리바바의 인터넷금융상품은 중국에 “바오(宝)” 열풍을 만들었다. 수닝그룹은 링치앤바오(苏宁零钱宝), 동방재부는 후오치바오(东方财富活期宝), 회의티엔푸는 현금바오(汇添富现金宝)를 만들어 중국을 인터넷금융상품의 춘추전국시대로 만들었다.

정부의 보호막 속에서 예금이자 3%에 대출이자 6%로 예대마진 100%의 고수익을 누리던 국유 은행들이 난리가 날수 밖에 없었다. 중국은행 예금총액이 대략 100조위안대인데 위어바오가 인터넷으로 전체예금의 0.5%를 순식간에 모았으니 중국 금융시장을 장악하고 있는 국유은행들이 긴장할 만 하다. 그래서 은행들이 정부에 인터넷금융의 규제를 요구했지만 중국정부는 거부했다.

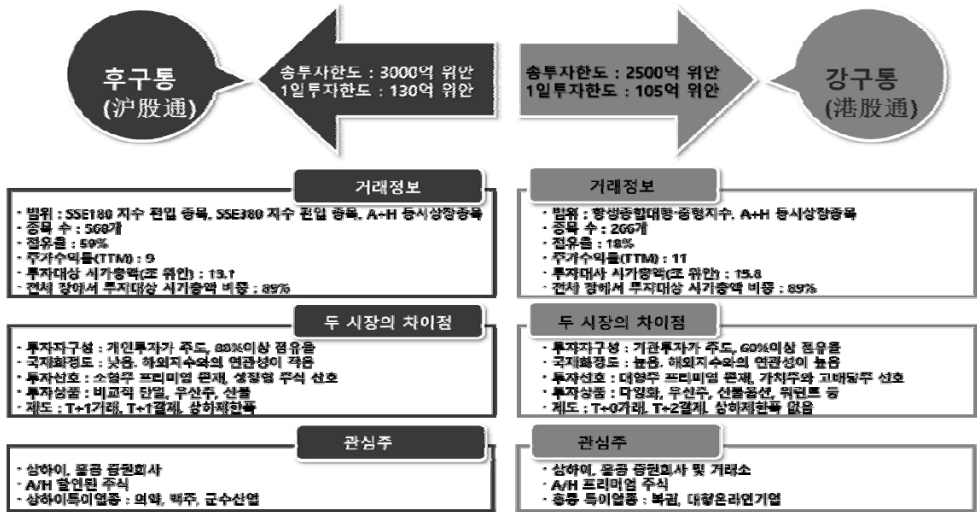
중국정부는 자금유통 구조의 왜곡으로 발생한 11~15% 고금리로 문제가 많은 그림자금융을 바로 잡고 부적절한 대출관행에 빠진 은행을 길들이는 데 5%대 수익률의 인터넷금융을 은행산업에 경각심을 심어줄 대안으로 쓸 작정이다. 리커창 총리는 2014년 3월 전인대에서 인터넷금융을 육성하겠다는 발표를 했고 저우샤오추안 인민은행장은 인터넷금융을 더 장려할 것이라는 발표를 했다.

중국 정부는 금융시장의 개혁을 위하여 5개의 순수 민영은행을 허가해 주었고 2년내 예금금리 자유화를 선언했다. 5개 민영은행 중 2개는 텐센트, 아리바바 같은 중국의 인터넷기업이 대주주다. 이들은 중국 최대의 온라인망과 쇼핑몰의 고객을 가진 기업들이다. 이들 인터넷을 기반으로 한 민영은행들이 중국의 은행산업을 어떻게 변화시킬 지가 큰 관심이다.

### 5. 후강통시대 중국, 차약방(車藥防)과 사오정(社娛情)을 주목하라

중국이 상해증시와 홍콩증시에 상호투자하는 후강통(滬港通)제도가 2014년 11월부터 시작되었다. 후강통은 홍콩에서 상하이로 투자하는 금액이 3000억 위안, 상하이에서 홍콩으로 투자하는 금액이 2500억위안이다. 월간 10%만 거래가 이루어져도 10조원의 수수료가 홍콩에 떨어지는 비즈니스다.

〈그림 11〉 후강통제도의 개요



자료: 중국경제금융연구소

후강통은 중국이 홍콩투자거나 외국인 투자자들에게 돈 벌게 해 주려고 만드는 제도가 아니다. 중국의 위안화를 국제화하는 큰 그림 속에서 위안화의 결제 통화, 투자통화, 외환보유통화의 3단계 과정에서 투자통화로서 첫걸음을 후강통으로 내딛는 것이다.

후강통시대 유망종목이 여의도에 넘친다. A-H프리미엄주, 홍콩증시는 없고 상해에만 있는 백주, 희토류 주식, 상해에는 없고 홍콩에만 있는 카지노주식과 같은 희소성이 높은 주식, 중국의 업종 대표주, 중국의 국유기업의 특성상 고배당을 실시하는 고배당주 등이 대표적인 수혜업종으로 손꼽힌다.

그러나 중국투자가 심지어 한국투자자들도 다 아는 이들 후강통 수혜주는 진

짜 수혜주가 아니다. 이번에 후강통 연기로 이들 중국본토 주식의 단기간 하락을 보면 중국 투자자들이 이미 매집을 끝내고 외국개인들이 들어오면 매물을 퍼부을 준비를 하고 있음을 확인할 수 있다.

중국의 시진핑 주석과 리커창 총리의 “입(口:정책)”에 진짜 후강통 수혜주가 있다. 끊임없이 부정부패 단속을 부르짖으며 호랑이 사냥을 하는 “시진핑의 입”을 보면 무조건 “피해야 할 주식의 리스트”가 나온다. 반면 경제를 책임지고 경제구조조정과 경기활성화를 책임진 “리커창 총리의 입”에서는 “편입해야 할 주식 리스트”가 나온다.

부정부패 단속과 환경보호에 열을 올리는 시진핑의 입에서 나온 정책의 영향을 직접적으로 받는 백주, 카지노주, 희토류 금속주는 시진핑 피해주다. 리커창 총리는 최근 국무원상무회의에서 중국경제의 구조조정과정에서 정부가 적극적으로 전통산업의 공급과잉을 억제하는 대신 수요를 진작하는 정책을 실시하겠다는 정책을 발표했다. 소위 리커창 총리의 중국경제의 업그레이드를 위한 “6대 소비산업 육성정책”이다.

그래서 후강통의 수혜주로는 차약방(車藥防)과 사오정(社娛情)을 주목할 필요가 있다. 연간 2천만대씩 차가 팔리고 난 다음 나타날 “Post-Car산업”과 늙어가는 중국은 집과 아이, 약에 집착한다. “제약산업”이다. 그리고 중국이 가는 길은 제조대국->무역대국->다음은 군사대국이다. 바로 “방산업”이다.

리커창의 입에서 나온 주목할 업종은 “사오정(社娛情)”이다. 리커창 총리는 인구 1억을 도시로 보내는 신형도시화정책과 유럽과 아시아대륙을 연결하는 신실크로드정책을 추진하고 있다. 고속철도를 비롯한 “사회간접자본 관련산업”이다. 둘째는 돈 번 중국인들이 여행오락을 즐기는 “오락산업”이다. 중국의 권력은 손가락에서 나온다. 혁명기에는 총구지만 지금은 핸드폰이다. 그래서 세번째는 리커창 총리가 지원하는 “정보서비스산업”이다.

이미 중국의 정보서비스산업은 미국에서 그 성장잠재력을 인정 받았다. 중국의 전자상거래업체인 아리바바의 시가총액이 월마트를 넘어선 것이다. 현재 세계 24위의 부자반열에 올라선 아리바바의 마윈은 이런 추세라면 5년만 지나면 빌게이츠를 제치고 세계 1위 부자의 반열에 오를지도 모를 일이다.

### Ⅲ. 한국의 대위험

#### 1. 한국은 대중국 손익계산서 다시 써야

한국은 전세계에서 GDP대비 대중국의존도가 가장 높은 나라다. 제조대국 중국이 필요한 중간재를 공급하면서 중국의 TOP3의 교역국이 되었다. 이는 역으로 중국이 기침하면 한국은 바로 몸살이 나는 구조다. 그래서 한국은 제조업의 측면에서 보면 “준(準)중국”이다. 한국의 제조업은 중국의 수요에 울고 웃는 상황이 되어 버렸다.

주력산업, 주력기업이 중국에서 돈을 벌다 보니 한국증시는 중국에 의존도와 영향력이 너무 크다. 버냉키가 QE를 축소한다고 하면 하루 이틀 조정이지만 중국의 저우샤오추안 인민은행 행장이 금리를 올린다고 하면 증시는 속락이다. 한국은 중국에서 변화가 보이지 않으면 구조적 상승은 어렵다. 이젠 한국증시에서 중국을 빼 놓고는 절대 시장을 못 맞춘다.

금융위기 이후 한국은 대중국교역에서 정말 얼마나 벌었을까? 철강, 화학, 조선, 기계는 중국의 공급과잉으로 그간 번 것을 다 토해 내었고 한국의 자동차와 핸드폰 정도가 돈을 벌었다. 그런데 이들 산업에서 순이익을 얼마나 냈을까?

자동차와 핸드폰회사들의 순이익률은 10%대에 그치고 있다. 그런데 이들 업종이익은 소재산업에서 적자와 상계하면 대중국 순이익은 크게 줄어든다. 그런데 금융위기 전에 중국을 잘 모르면서 한국의 금융이 큰 돈을 중국펀드에 왕창 질러 1/3토막이 났다.

한국의 제조업이 자동차와 핸드폰이 중국에서 많이 벌었다고 하지만 소재산업에서 적자 본 것과 특히 금융산업에서 깨먹은 것을 제하면 한국의 대중국사업에서 손익계산서에는 별로 남는 것이 없어 보인다. 제조업이 아무리 잘해도 금융이 사고 치면 국가 전체적으로는 그 의미가 반감한다.

거기에 금융시장에서 대중국 수출수혜 주라고 외국인들이 왕창 샀다가 주가를 올려 놓고 난 뒤 실적이 엉망 되기 전에 외국인이 시세차익 누리고 나간 덕분에 국부가 유출된 것까지 합치면 한국이 대중국사업에서 힘만 들었지 크게

번 게 없다.

제조업과 금융에서도 그렇지만 유통업에서도 상황은 비슷하다. 한국의 내노라하는 유통업체들이 중국에 뒤늦게 뛰어들어 줄줄이 적자 내고 점포 문닫고 철수하고 있다. 중국의 유통시장을 만만히 보고 덤빈 탓이다. 한국에서 재래시장의 상권을 잡아먹어 몸집만 키운 실력으로 호랑이도 옆집가면 고양이에게 지는 나라 중국에 갔으니 살아남기 어려운 것은 당연하다.

## 2. 중국의 전해전술(錢海戰術)을 조심하라

드라마 “대장금”에 이어 오랜만에 “별에서 온 그대”가 중국에서 빅히트 하면서 심지어 “치맥”이라는 신조어까지 중국에서 유행시키자 다시 한류가 대세라고 떠들석하다. 한국의 아이돌 가수의 공연에 중국 북경의 올림픽경기장이 미어터지도록 중국의 팬들이 몰려들었다고도 한다.

우리 한국은 우리가 먹던 음식, 입던 옷, 부르던 노래를 그냥 중국에 들고 가서 팔면 대박이었다. 한국의 초코파이, 파리바게뜨, 이랜드, 베이직하우스, 동방신기, 엑소가 대표적인 사례다. 그리고 더 재미난 것은 중국의 주요 국가 행사에 중국의 국가 다음에 흘러나오는 중국의 대표적 군가, 인민해방군행진곡의 작곡자도 한국의 광주출신 음악가 정률성이다. 정률성은 중국인들 사이에서 “중국군가의 아버지(軍哥之父)”라고 불리고 중국 북경의 바오산혁명열사 묘역에 안장되어 있을 정도다.

영어는 잘하지만 중국어를 못하는 한국인들이 어떻게 중국인들의 심금을 울리는 노래를 작곡하고 중국인들을 한국드라마에 심취하게 만들었을까? 우리의 DNA속에는 “중국인의 마음을 읽는 촉(觸)”이 있는 것이 아닐까?

중국의 중심, 중원은 친링산맥과 회하를 남방한계선으로, 그리고 서쪽으로는 타이항산맥을 경계로한다. 오늘날 산시성 동부, 허난성, 산둥성 서부에 해당한다. 고대국가였던 은주나라로부터 춘추전국시대를 거쳐 진과 한의 수도였던 시안(장안), 후한의 수도 뤼양(낙양), 송나라 수도 카이펑(개봉) 등은 모두 이 지역에서 발전했다.



그런데 이 중국의 심장 중원은 한반도와 위도가 일치한다. 이는 계절이 비슷하고 온도도 비슷하다는 의미다. 또한 중국 정신의 지주는 공자의 유교사상인데 한국도 지난 2000년간 유교 장학생이었다. 한국의 지폐에 나오는 역사의 위인들은 모두 유교장학생과 그 장학생을 낳은 어머니다. 결국 사고의 틀이 같다는 것이다. 그리고 싸우면서 정든다고 중국과 한국은 지난 2000년간 250여차례의 전쟁을 치루었고 그 과정에서 상대를 속속들이 알게 된 것이다.

〈그림 12〉 중국의 중원과 한반도의 위치



자료: GOOGLE, 중국경제금융연구소

환경이 유사하고 사고의 틀이 비슷하고 물고 뜯고 싸우면서 상대의 속내를 들여다 보았기 때문에 한국인들에게는 중국인의 마음을 읽는 촉(觸)이 절로 생긴 것 같다. 그것이 한국이 한류에서 대박을 낸 비결인 것 같다.

그런데 정말 지금 한류가 대세일까? 아니다. 4조달러가 넘는 전세계 최대의 큰 손이 된 중국, 중국돈의 외출이 시작되면서 지금 한국은 “한류”가 아니라 “중화바람”이 대세다. 한국의 소비시장은 동대문에서부터 유명백화점의 명품관까지 중국인 관광객들이 최대 고객이다. 한국의 명동, 강남의 가로수길, 제주도 는 지금 중국 관광객 공화국이다.

금융시장에서도 한국국내로 유입된 중국계 자금 “차이나 머니”가 최근 5년 반

사이에 50배나 늘어났다. 금융감독원에 따르면 국내 주식·채권시장에 들어온 중국계 자금은 2008년 말 4711억원에서 2014년 7월 말 23조3000억원으로 약 50배나 늘었다.

중국계 자금 유입이 늘어난 이유는 중국 정부의 보유 외환 다변화 정책과 대체투자 수요 때문인 것으로 보인다. 그런데 이게 끝이 아니다. 중국은 지금 수출이 한자리수로 떨어졌는데도 외환보유고가 매달 300-400억 달러가 들어온다. 작년 한해 만해도 외환보유고가 5000억달러 늘었다. 금년에도 그대로 두면 그 이상이 될 가능성이 높다. 그러면 위안화 절상압력이 높아진다.

그래서 2014년들어 중국정부는 달러를 밖으로 퍼내는 작업을 본격적으로 하고 있다. 중국정부가 기업, 기관, 10월부터는 개인들까지도 후강통(滬港通)제도를 도입해 해외투자를 늘리도록 하고 있다. 그래서 중국의 해외투자 확대로 중국계 자금의 한국 유입은 계속 늘어날 전망이다. 한국에는 지금 제조업은 물론이고 유통업, 엔터테인먼트, 금융업종까지 “차이나 머니”가 무차별로 M&A에 열을 올리고 있다.

중국이 한국증시의 지도를 바꾸고 있다. 올 들어 외국인 투자자금의 절반 이상을 “차이나 머니”가 차지하며 한국 증시의 주축으로 부상했다. 또 중국 관광객인 요우커와 관련된 소비주가 급등하며 “요우커(관광객) 장세”도 나타나고 있다. 2014년들어 중국의 한국 증시 매수가 2014년 7월 말까지 1조 9000억원에 누적으로는 10조원을 돌파했고 외국인 순매수의 55%를 차지했다.

6.25전쟁때 인해전술(人海戰術)로 한반도의 통일을 막았던 중국이 이젠 전해전술(錢海戰術)로 한반도를 뒤덮고 있다. 지금 한류가 대세라고 희희낙락 할게 아니다. 오히려 중화의 거센 돈 바람의 역풍을 조심해야 할 때다.

### 3. 2015년 중국이 아니라 한국의 변신이 문제

중국의 변화에 한국의 리스크가 커지고 있다. 제조대국 중국에 중간재를 팔아 호황을 누렸던 한국이 중국의 변화에 대응 못해 우왕좌왕이다. 중국이 GDP “8% 유지정책(保8)”정책에서, 7%대로(保7)로 성장목표를 낮추자 한국은 중국이

곧 망할 것처럼 호들갑을 떨었지만 정작 중국은 그대로인데 한국의 삼성을 비롯해 철강, 화학, 조선, 기계 등의 주력산업의 대기업들은 실적악화와 주가속락에 혼이 나고 있다.

중국이 소비대국으로 변화하면 중간재 팔던 한국, 소비재에서 눈물이 기다린다. 중간재강국, 소비재 약국 한국이 팔 물건이 없는 것이다. 그간 한국의 일본 베끼기, 미국 따라하기는 한계에 왔다. 미국과 일본을 따라 하다 중국에서 용이 튀어 올라온 것이다. 한국의 미래는 이제 중국 앞서가기에 달렸다.

하수는 자기 능력을 팔고 2류는 다른 사람의 힘을 팔고 고수는 다른 사람의 머리를 판다. 중국의 업어치기는 중국의 지혜가 답이다. 12.7억명의 핸드폰가입자와 1.4억대의 자동차에 올라탈 방법을 연구해야 하고 승천하는 용의 눈알을 활로 쏘아 맞춰야 한국이 산다.

중국이 개혁이 문제가 아니고 한국의 변신이 문제다. 지금 한국의 모든 문제는 중국에서 왔고 답도 중국에 있다. 중국의 대국경제, 소비경제로의 변화를 빨리 인식하고 변해야 산다. 중국에 신경제 대시대가 왔다. 중국에 공장 짓는 시대는 끝나가고 있다. 한국 경제의 미래는 중국에 있다. 고성장 하는 중국이라는 천리마에 올라타야 한다. 소비중국 중국을 제대로 공략하려면 중국문화를 연구하고 인터넷으로 세계 최대 IPO를 한 아리바바의 마윈경제를 잘 연구해야 할 것 같다.



## 중국 유동성 위기에 대한 이해

안 유 화\*

2015년 글로벌 경제의 가장 큰 관전포인트 중 하나가 바로 미국의 기준금리 인상여부이다. 현재의 유가 급락이 계속되고 미국마저 금리인상을 하게 되면 신흥시장은 큰 변동장을 맞게 될 것이다. 중국도 가장 큰 영향을 받는 국가 중 하나이다. 구조조정을 통한 신성장 산업육성, 신형도시화 추진으로 내수시장을 성장시키고 사회복지시스템 구축으로 소비확대를 유도하려는 중국정부에 있어서 지속적인 자금투입과 일정한 시장유동성 확보 및 시중금리의 안정성 확보는 절대적으로 중요하다. 문제는 중국은행들은 아직도 잠재적인 ‘유동성 위기’ 상황에서 벗어나지 못하고 있다는 것이다. 작년 6월 20일 중국 은행간 유동성을 반영하는 Overnight Shibor 금리(Shanghai Interbank Offered Rate)가 578bp 폭등해 역사상 최고치인 13.4%를 기록했다. 작년의 경우 평소 Shibor 금리가 정상적이라면 2%, 높아도 4%선인데 Shibor 금리가 올랐다는 것은 은행간 자금 부족 현상이 발생하였다는 것이고, 시장에 돈이 마르면서(‘돈가뭄’) 이자를 그만큼 예전보다 높게 줘야 돈을 구할 수 있다는 의미이다. 이처럼 Shibor 금리가 급등한 것은 중국 정부가 중국경제의 돈줄 역할을 해 온 ‘그림자 금융(Shadow banking, 비은행권 및 제도권 이외의 대출)’을 규제하면서 은행들이 현금을 조달하는 게 그만큼 어려워졌기 때문이다. 문제는 이런 위기가 언제든지 발생할 가능성이 있다는 점이다. 2014년 리커창총리의 모든 정책의 목표는 시장안정화에 있었고, 이를 위한 부양책을 지속적으로 펼쳐왔다. 미국의 기준금리 인상에 따른 글로벌 유동성 리스크 확대는 중국 유동성 위기로 이어질 가능성도 있기

\* (現) 자본시장연구원 국제금융실 연구위원, <<중국금융시장포커스>> 편집장

때문에 아래 그동안 중국시장에서 돈이 돌지 않는 유동성 위기(신용경색) 원인과 향후 전망에 대해 알아보도록 하자.

## 유동성이란<sup>1)</sup>?

어느 편벽한 농촌에서 많은 사람들이 빚이 있었다. 어느 날 한 외지인이 왔는데 돈이 많아 보였다. 그는 한 식당에 와서 1,000원을 내보이면서 고기요리를 주문하였다. 식당 사장님은 손님에게서 받은 1,000원으로 고기집 사장님한테 고기매입금을 상환하였고, 고기집 사장님은 받은 돈으로 돼지 사육집 사장님한테 돼지 구매금을 갚았고, 돼지 사육집 사장님은 받은 1,000원으로 사료집 사장님에게 사료값을 주었고, 사료집 사장님은 이 1,000원으로 다시 식당에 찾아가서 전날 먹었던 음식값을 상환하였다(그림1 참조). 이야기에서 외지인이 식당 사장님에게 준 1,000원으로 각 사장님들은 평소 자신들이 진 빚을 모두 갚았다. 여기에서 1,000원을 유동성 공급으로 볼 수 있다. 돈이 유동되어야 경제가 돌아가고 각 경제주체들은 돈을 벌 수 있다. 이야기속의 마을은 외지인이 오기 이전에는 유동성이 결핍되어 돈이 돌지 않았고 각자의 빚도 갚을 수가 없었다. 위 이야기를 국가 거시경제 측면에서 확대시켜 보면 유동성이란 바로 경제시스템에서 통화의 발행량을 말한다. 이야기속의 외지인은 바로 은행이다. 만약 고기집 사장이나 돼지사육집 사장 및 사료집 사장이 여유의 자금이 있으면 은행에 저축할 것이고, 은행은 이 자금을 식당 사장님에게 대출해(빌려) 줄 것이고, 식당 사장님은 이 돈으로 고기집에서 돼지고기를 사서 요리를 하여 사료집 사장님에게 팔아 이윤을 남길 것이고, 남긴 이윤으로 다시 은행대출을 상환할 것이다(그림2 참조). 전체 시스템에서 공급(대출)된 자금의 양은 바로 거시경제의 유동성 규모이다.

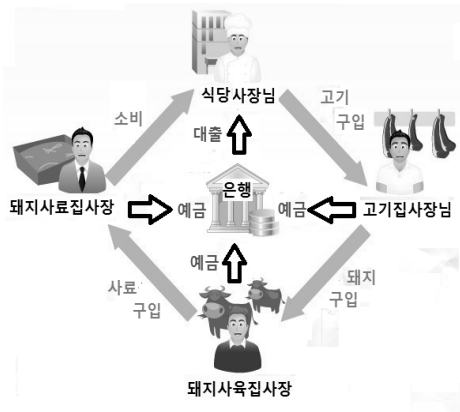
---

1) 내용 참조: <http://business.sohu.com/s2013/picture-talk-73/>

〈그림 1〉 유동성 공급 개념 예시



〈그림 2〉 은행의 유동성 제공 역할



그림참조: <http://business.sohu.com/s2013/picture-talk-73/>

## 중국에 정말 돈이 부족한가?

중국식 ‘돈 가뭄’의 특징은 거시측면에서 유동성이 범람하는데, 미시측면에서는 유동성이 고갈되었다는 것이다. 한편으로, 광의의 통화공급량 지표인 M2는 짧은 과거 5년간, 50여조위안에서 배로 뛰어 100조위안을 넘어섰기에 돈이 부족하다고 할 수는 없다. 중국 경제는 풍부한 유동성을 바탕으로 낮은 이자율을 유지하며 적극적인 투자를 유도할 수 있었다. 중국 은행부문의 유동성은 여전히 충분한 것으로 평가된다. 중국 금융회사의 정상적인 지불준비금은 6,000~7,000억 위안이나, 작년 6월 21일 기준 1조5천억 위안이 적립되어 있어 총량적으로 유동성이 부족하지 않다고 인민은행이 밝혔고, 국유상업은행 중 최대 점유율을 가진 공상은행도 인민은행 발표에 호응하여 6월 25일 기자회견을 통해 현재 예금이 14조2,000억 위안 수준이나 대출이 8조4,000억 위안(예대비율 60% 수준)에 불과해 유동성 공급에 충분한 여력이 있음을 시장에 알렸다. 다만 다른 한편으로, 중소기업이 융자난은 갈수록 악화되고 있었던 것이다. 중국의 문제는 늘어난 유동성이 효율적인 수요부문으로 유입되지 못하고 있다는 것이며, 중국 은행들은 담보능력이 우수한 국유기업들에게 낮은 금리로 대출을 제공하지만 담보능력이 약한 중소기업에게는 대출을 꺼리는 관행이 고착돼 있어 중소기업은 ‘그림자금융’을 이용하는 경향이 높은 것으로 알려졌다.

## 중국의 은행들은 왜 자금부족이 생겼나?

매년 이윤만 수백억위안이 되는 은행이 왜 돈이 모자랄까? 2008년 이후 중국은 경제성장률이 떨어진다 싶으면 돈을 풀었다. 초기에는 매년 거의 20%씩, 이후에도 14% 이상 통화량을 늘려왔다. 이런 ‘중국판 양적완화’는 시간이 흐를수록 기대하던 효과보다는 부작용이 커지기 시작했다. 시중에 풀린 돈이 실물 경제로 전달되지 않고 머니게임에 머무르는 양상이 빚어졌다. 그중에서도 가장 큰 문제는 부동산 거품이다. 시중에 넘치는 돈은 투자나 생산활동, 소비로 연결되지 않고 부동산으로 몰리면서 땅값만 끝없이 올랐다. 중국이 2010년 이후 내놓은 중요한 부동산 대책만 7개나 되었지만 백약이 무효였다. 부동산만큼 안전하면서도 고수익을 올릴 수 있는 투자처가 없었기 때문이다. 또 다른 치명적인 부작용은 바로 ‘그림자 금융’이다. 시중은행들은 이자율이 낮아져 예대마진이 줄어들자 새롭게 고수익을 올릴 수 있는 곳으로 눈을 돌렸다. 증권사나 신탁회사, 자산유동화회사 등이 발행한 자산관리상품(WMP, Wealth management product)과 같은 고수익 상품이었다. 은행과 비슷한 자금 중개기능을 하면서도 금융당국의 관리를 받지 않는 데다 비록 위험도가 높지만 쉽게 째짤한 수수료를 얻을 수 있다 보니 시중은행들은 너도나도 돈을 쏟아부었다. 중국의 그림자금융 규모는 25조에서 30조 위안규모로 중국 GDP의 50%를 넘을 정도이다. 문제는 이들 ‘그림자 금융’ 대부분 역시 부동산 관련 산업과 인프라 시설에 투자되면서 부동산 가격과 인플레이션을 치켜세우는 주범이 되고 있다는 것이고, 만약 부실해질 경우 여기에 의존해 자금조달을 해오던 중소기업의 연쇄도난으로 이어질 위험이 존재한다는 것이다. 중국 당국 역시 이런 문제점을 느꼈고 더 이상 돈을 푸는 것은 득보다 실이 크다는 점을 인식하기 시작했다. 그래서 ‘점진적인’ 양적완화 축소에 나섰다. 특히 과거에는 5월에 중국 기업들이 법인세를 내기 때문에 6월은 어김없이 통화량을 늘리는 것이 관례화되다시피 했지만 작년 한해는 달랐다. 성장률이 떨어지는데도, 작년의 경우 6월이 됐는데도 돈을 풀기는 커녕 걷어 들였다. 시중은행들은 돈이 풀릴 것이라 믿고 유동성을 고려하지 않은 채 여기저기 인프라 및 부동산 등 장기투자상품에 돈을 묶어놨는데 돈의 흐름이 딱 막힌 것이다. 또한 작년 6월 말이 은행의 지급준비금 예치, 상장사의 배당금 지급과 법인세 납부가 몰려 있음에도 중국 은행들은 대출을 두 자리 수로 늘렸고 자금조달도 70%이상을 WMP와 같은 3개월 이내 단기자금에



의존하다보니 작년 6월말에 원리금 상환부담이 가중되었다. 게다가 선진국 대부분이 제로금리이다 보니 연초부터 기준금리가 6%에 달하는 중국으로 수출대금을 가장한 핫머니가 쏟아져 들어왔다. 이에 대응해 중국 당국이 5월부터 핫머니 단속에 들어갔다. 여기에 버냉키 의장의 양적완화 축소 가능성 발언으로 중국에 대거 들어와 있던 핫머니까지 썰물처럼 빠져나가자 외환부문에서 자금 유입이 77%나 줄어 광다은행과 흥업은행 등 일부 은행이 자금부족으로 단기자금 결제를 못하는 일이 벌어졌다. 이 소문이 퍼지자 전 금융기관이 현금 확보전을 벌이는 바람에 단기 Shibor금리가 폭등한 것이다. 중앙은행이 나서 최대은행인 공상은행을 통해 자금을 500억위안 공급하고 재할인한도를 높여 돈을 풀자 금리는 다시 4%대로 떨어졌다.

## 중국 당국은 은행 유동성 부족 해소 가능한가?

중국의 단기금리 폭등세는 꺾였지만 ‘돈 가뭄’ 가능성은 남아있다. 6월 중국 자금시장의 유동성 위기는 신탁 및 위탁 금융자산의 건전성과 통제성을 강화하려는 감독당국의 선제적 조치의 영향이 컸던 것으로 보인다. 중국 중앙은행은 이번에 긴급자금을 지원하면서 시중은행에 유동성 관리와 실물경제 이외의 금융상품과 부동산으로 자금유출 방지를 강하게 요구했다. 금융당국은 지금 중국이 GDP대비 통화량(M2)이 200%가 넘어 돈이 과잉 풀렸는데도 ‘돈 가뭄’이 생겼다는 것은 시중에 돈이 부족한 것이 아니라 금융기관들의 유동성관리와 자금 운용에 문제가 있다고 보았기 때문이다. 이는 중국경제 성장의 감속이 분명해지고, 과도했던 자산가격 상승세가 둔화되면서 금융부문의 거품을 제거하려는 정부 노력의 일환인 만큼 상당기간 지속될 가능성이 높다. 중국 금융 당국은 지나친 유동성 공급의 부작용을 우려해 신중한 자금운용을 유지하면서 미세조정을 하겠다는 입장을 견지하고 있다. 쉽게 말해 예전처럼 성장률을 높이기 위해, 기업이나 금융권이 힘들다고 우는 소리를 한다고 쉽게 돈을 풀어주지 않겠다는 뜻이다. 따라서 시중은행들이 이런 상황에 적응해 새로운 방식의 자금 운용에 나설 때까지는 돈이 모자란 현상이 계속될 전망이다. 나아가 더 장기적으로 과거와 같이 손쉽게 대출을 받을 수 있는 상황은 돌아오지 않을 것으로 보인다. 이러한 유동성 긴축정책은 부동산 과열 등을 완화시키는데 효과가 있

겠지만 투자나 소비 등도 함께 줄어들 수밖에 없기 때문에 중장기적으로 중국 경제의 감속은 기정사실로 받아들여지고 있으며 현재 “신창타이(新常態, 뉴노멀)<sup>2)</sup>”라는 용어로 새로운 중속성장시대에 진입했음을 중국 정부당국도 인정하고 있다. 앞으로 중국 금융시장의 거품도 점진적으로 제거하겠다는 것이 중앙정부의 대안인 만큼 자금시장의 수급 불일치는 항상 위험요인으로 나타날 것이다. 이에 따라 부동산 등 자산시장의 불안정성과 환율 변동성도 더욱 커질 수밖에 없기 때문에 한국경제의 중국 유동성 리스크 관리 필요성은 더욱 커져가고 있다.

## 중국 당국의 대응방안은?

중국인민은행은 「총량 안정·구조 최적화(总量稳定, 结构优化)」의 원칙하에 선별적 지원 및 차별화 정책을 통해 금융자원 배분의 효율성을 높이고 금융시장의 안정적 발전을 촉진하는 방향으로 정책을 만들어가고 있다. 올해 8월 중국인민은행은 삼농(三農) 등 국민경제 취약부문에 대한 금융서비스 기능을 제고하기 위해 삼농관련 재대출 한도를 200억위안 증액하는 한편 삼농지원 재대출 관리를 강화하는 등 농촌금융기관의 신용공급 확대를 유도하고 삼농관련 자금 조달 원가 하락을 촉진해 나갈 것임을 공표하였다. 중국정부는 선제적 미세조정이 신창타이시대 통화정책의 기본임을 강조하고 금리인하 등 정책이전에 선별적 완화 등 다양한 통화정책도구를 활용하여 시장의 안정화와 구조개혁 중심의 거시경제 정책 기조를 유지해 가려고 하고 있다. 이에 더하여 리커창총리는 중국경제가 대규모 경기부양이 아니라 강력한 개혁이 필요(不靠强刺激, 要靠强改革)하며 향후 개혁을 굳건히 하고 현 통화정책기조를 지속해 나갈 것임을 강조하고 있다.

지난 11월 21일 중국인민은행은 1년 만기 대출금리와 예금금리를 각각 40bp와 25bp 인하한 5.60%와 2.75%로 결정하였고, 금리시장화 개혁 추진을 위한

2) 신창타이(新常態)는 ‘새로운 정상적인 상태’를 뜻하는 ‘뉴노멀(new normal)’의 중국식 표현이다. 시진핑 중국 주석은 올해 5월 허난성을 방문한 자리에서 “중국 경제가 신창타이에 접어들었다는 사실에 적응할 필요가 있다”는 언급을 처음으로 내놓은 바 있다.

(연합인포맥스, <http://news.einfomax.co.kr/news/articleView.html?idxno=133109>)

금융기관 예금금리 변동폭 상한을 예금 기준금리의 1.1배에서 1.2배로 확대하였다. 중국이 금리 인하를 단행한 것은 2012년 7월 이후 약 2년 만에 처음이다. 금변 금리 인하는 최근 경기 둔화와 일부 소형기업들의 대출비용 증가 등에 따른 조치로 해석되고 있으며, 또한 부동산경제의 경착륙을 막고 중국경제의 연착륙을 확보하여 시장 충격을 완화하려고 하는 차원에서 진행되었다고 볼 수 있다. 중앙은행의 금리 인하는 향후 중앙은행은 경제 안정화에 주력함을 의미하며 경제성장세가 회복되거나 인플레이션이 나타나지 않는 한 중앙은행은 완화된 통화정책으로 경제성장을 안정화할 것으로 예상되며, 추가적인 금리 인하 가능성도 있는 것으로 보인다. 또한 금방 막을 내린 올해 중앙경제공작회의에서 예금자보호제도 도입이 언급되었다. 예금자 보호제도 도입으로 시중은행들의 자본조달 비용 상승이 예상되고 일부 그림자금융에 많이 노출된 지방은행들의 도산도 가능해 질 것으로 보인다.

## 참고자료

소호재경, <http://business.sohu.com/s2013/picture-talk-73/>

전병서 블로그 <http://blog.naver.com/bsj7000/80138177571>

중국금융시장포커스, 자본시장연구원, 2014년 가을호

중국인민은행, <http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/index.html>

연합인포맥스, <http://news.einfomax.co.kr/news/articleView.html?idxno=133109>

각종 언론보도 종합참고



## 전환기의 중국 부동산시장과 리스크 평가

이 치 훈\*

### 최근 중국 부동산시장 위축, 지난 대외 위기시를 상회

부동산 투자 광풍과 붕괴 우려는 일찍이 중국에서 주택 사유제가 시작된 1990년대 초부터 시작된 현상이다. 참고로 당시 부동산 가격 급등으로 북경에서 유학한 외국인 학생 중 일부는 거주하던 주택 매입과 매도를 통해 학비와 생활비를 충당하고도 남았다. 일명 “부동산 장학금”이다. 지난해 광둥성의 공안국(경찰청) 공무원이 차명을 사용해 주택 192채를 보유하였다는 사실이 폭로된 것도 중국의 부동산 투자 광풍을 여실히 보여주는 사례이다. 한편, 글로벌 석학들은 낙관론과 붕괴론으로 양분되어 끊임없는 논쟁을 벌이고 있다. 이는 그들 주장의 옳고 그름을 떠나, 중국 경제가 세계 경제의 핵심으로 부상했고 그 중심에는 부동산 시장이 있다는 점을 반증하는 현상이다.

중국의 기존 주택가격은 지난해 10월부터 상승세가 둔화되다가 금년 5월 2년 만에 처음으로 하락세로 전환한 이후 9월까지 하락폭이 지속적으로 확대되었다. 금년 누적 하락폭은 -4.4%로 지난 2009년 글로벌 금융위기(-2.3%)와 2012년 유럽 재정위기(-3.3%) 수준을 상회하였다. 금년 1-9월 중 거래량도 전년동기대비 10.3% 감소하였다(그림 1,2). 이에 따라 중국 부호들 뿐만 아니라 중국에 철광석과 같은 원자재 수출을 많이 하고 있는 호주 사람들도 크게 불안해 하고 있다. 한편, WSJ 서베이 참여자 2,150명 중 45%가 중국 부동산시장이

\* (現) 국제금융센터 연구분석실 부장

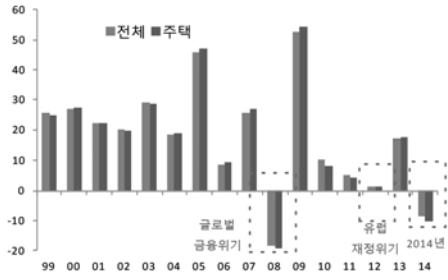
이미 거품 붕괴 단계에 진입한 것으로 응답하였고, UBS는 중국 부동산시장의 거품 붕괴로 2015년 경제성장률이 5%로 하락할 확률이 15% 수준이라고 평가하였다.

〈그림 1〉 주택 가격 상승률(전월 대비, %)



\*출처: CEIC

〈그림 2〉 주택 거래 면적 증가율(%)



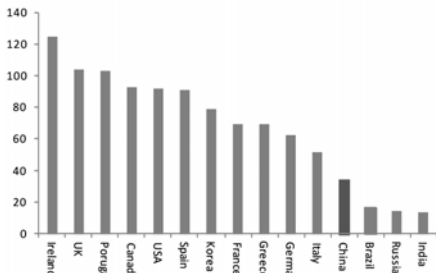
## 최근의 위축, 시장 및 정책요인이 결합된 결과

최근의 위축은 악화된 거시경제 환경 등 시장 요인 외에도 2010년부터 누적된 가격 억제와 지난해부터 본격 강화된 금융 디레버리징 정책 등이 복합적으로 작용한데 주로 기인한다. 먼저 시장 요인을 보면, GDP 성장률이 정부의 구조개혁 정책 등으로 작년 3분기부터 계속 둔화되었다. 특히 금년 3분기에는 투자·소비 등 전반적인 내수가 악화되어 2009년 1분기 이래 가장 낮은 7.3%로 하락하였다. 반면, 그동안 공급이 크게 증가하여 공실률이 최근 7년간 4배 가량 증가하였다. 여기에 금융 디레버리징을 포함한 정부의 가격억제 정책이 가세하여 투자 심리가 더욱 위축되었다. 대표적인 정책 내용은 3주택 구입 금지, 외국인 및 독신자의 2주택 구입 제한, 지방정부의 가격 억제 목표치 설정, 건설업체의 판매가격 공개 등을 들 수 있다. 가장 큰 영향을 미친 것은 중국정부가 검토 중인 보유세와 양도세 강화 정책에 있다. 중국은 상해와 충칭 등 일부 시범 도시에서 0.5~1.2%를 적용하던 것을 전국으로, 양도세의 경우 기존 매매가격의 1~2%에서 거래차액의 20%로 확대할 계획을 추진 중에 있다. 한편, 지난해 하반기부터 본격 대두된 과잉 유동성 축소 조치와 함께 부동산 개발업자 등에 대한 금융 규제도 적지 않은 영향을 미친 것으로 보인다.

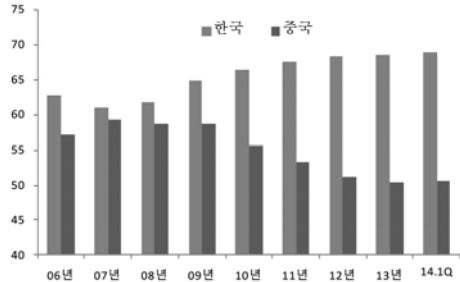
## 단기 거품 붕괴 보다는 하락기를 거친 안정화에 무게

우리나라의 경우, 부동산 위축은 가계부채 문제와 은행부실과 직결된다. 하지만 중국은 부동산과 가계 대출 규모가 주요 선진국보다 낮고 증가세도 둔화되고 있어, 가계부채의 잠재적 부실 위험이 크지 않은 편이다. 금년 3분기 기준, 은행의 전체 대출(80조위안)에서 부동산관련 대출(17조위안) 비중이 21%로 선진국 평균 50%보다 낮다. 관심의 대상인 은행의 부외거래(자산관리상품, 신탁상품) 잔액 중 부동산부문을 포함할 경우에도 그 비중이 35.8%에 그치고 있다. GDP 대비 가계대출 비중도 34.9%로 주요 선진국 평균치 78.7% 보다 낮은 수준이다<그림3>. 더욱이 가계대출에서 부동산담보대출 비중이 거품우려가 최고조에 달하던 지난 2008년 1분기 60%에서 금년 3분기에는 51%로 하락하여 같은 기간 우리나라가 61%에서 69%로 상승한 것과 대조된다<그림4>.

<그림 3> 주요국의 GDP 대비 가계 대출 비중(%)



<그림 4> 한국의 가계대출 대비 부동산대출 비중(%)



\* 자료: <그림3> IMF, 단, 중국은 CEIC Data로 자체 계산(IMF는 16.5%로 더 낮게 추정). <그림4> CEIC

한편 금융시스템 위험 정도를 살펴보면, 은행부실채권(NPL) 비율이 1%로 크게 낮아진 상황<sup>1)</sup>에서 주택담보인정 비율(LTV)도 50~70%(신규주택 70%, 기존주택 60%, 다주택자 50~60%)로 여타 주요국가에 비해 보수적인 수준이다<표1>. 그밖에 전체 은행자산의 약 55%를 차지하는 5대 국유은행의 대주주가 정부이고, 4조 달러에 달하는 외환보유액도 은행의 안정성을 제고시키는 요인으로 볼 수 있다.

1) 중국 은행들의 부실채권 비율이 2005년 12.4%에서 2012년 9월 0.9%로 감소한 것은, 중국 통계 시스템의 불완전성을 감안한다 하더라도 은행의 건전성이 과거에 비해 제고된 것을 반영한다

〈표 1〉 주요국의 최대 주택담보 인정 비율(%)

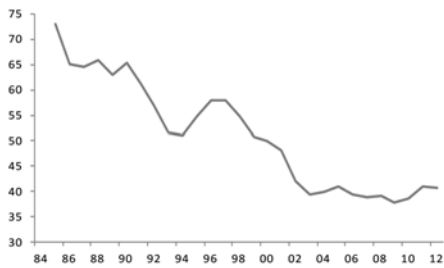
| 영국  | 프랑스 | 미국 | 캐나다 | 독일 | 중국 | 한국 |
|-----|-----|----|-----|----|----|----|
| 110 | 100 | 96 | 85  | 80 | 70 | 70 |

\* 자료: CEIC 및 KDI 등 종합. 다만, 대부분의 선진국의 경우 모기지보험 가입 등으로 LTV를 신축적으로 운영. 한국의 경우 이례적인 전세제도를 감안할 때, 실제 LTV는 이를 상회하는 것으로 추정(KDI)

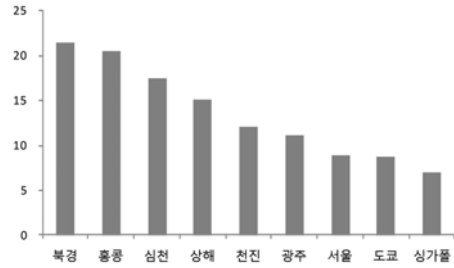
중국이 단기간에 부동산시장 위축으로 금융위기를 겪게될 가능성은 낮으나, 대내외 환경을 종합해 볼 때, 중국 부동산시장은 적어도 황금기가 마감되었고 장기 전환기에 진입한 것으로 평가된다. 다만, 앞으로 지역별·형태별로 차별화 양상을 보일 것으로 보인다. 우선 가격 하락 요인을 보면 높은 가격에 대한 정치적 부담을 들 수 있다. 우선 중국 정부의 입장에서 부동산가격의 안정은 확대되고 있는 빈부격차 등 사회불안 해소를 위한 가장 근원적인 조치이다. 참고로 중국의 도시대비 농촌 가구의 소득 비율은 2000년 50%에서 2013년 40%로 하락하였다(그림5). 같은 기간 저소득층 대비 고소득층의 소득 배율도 5.0배에서 7.6배로 상승하였다. 이러한 상황에서 소득대비 과도하게 높은 집값은 정치적으로 매우 큰 위협요인이 될 수 있다. IMF에 따르면, 수도인 북경시 외에도 대부분 대도시의 소득대비 주택가격비율(PIR)이 도쿄·싱가폴 등 여타 주요 아시아 대도시에 비해서도 높다(그림6). 특히 상대적으로 낮은 소득에도 불구하고, 대도시의 일부 고급 아파트 가격은 정부의 공식 발표치보다 크게 높아 이미 우리나라 강남을 추월한 수준이다. 이러한 과도한 집값은 중국에서 이제 남자가 집이 없으면 결혼하기 어렵다는 공식을 보편화 시키고 있다. 이에 따라 서베이, 개혁정책으로 중국인들이 향후 10년간 가장 기대하는 사항 1위가 주택가격 하락으로 나타났다(2위 소득증가, 3위 동등한 복지). 금년 하반기 들어 중국 정부가 발표한 부동산 규제 완화 조치가 과감하지 못한 이유도 여기에 있다.



〈그림5〉 도시가구 대비 농촌의 소득 비율(%)



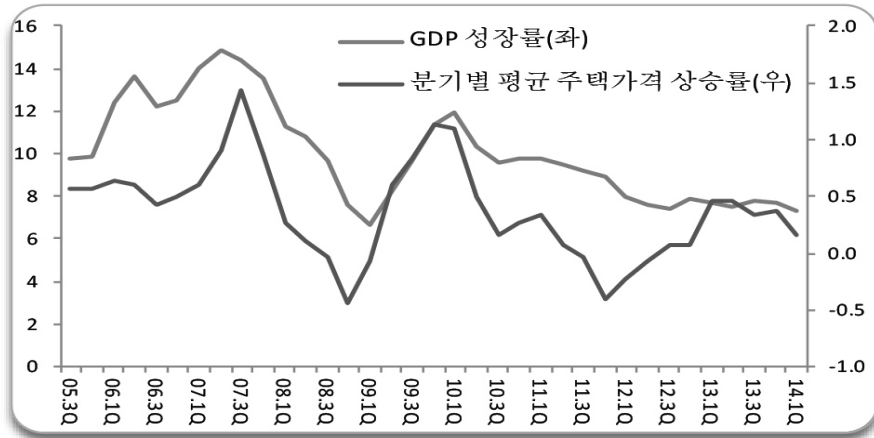
〈그림6〉 중국과 아시아 대도시의 PIR 비교(배)



\* 자료 〈그림5〉 CEIC, 〈그림6〉 IMF. 서울은 KDI(7.7)와 국민은행(10.2)의 중간치

두번째 가격하락 요인은 장기성장률 하락을 들 수 있다. 그동안 중국의 부동산 가격과 경제성장률이 상호간 유사한 패턴을 보여 왔고〈그림7〉, 2020년 경제성장률은 6%내외로 둔화될 것이라는 점이 기정 사실화되고 있다.

〈그림7〉 중국 GDP 성장률과 주택가격 상승률 비교(%)

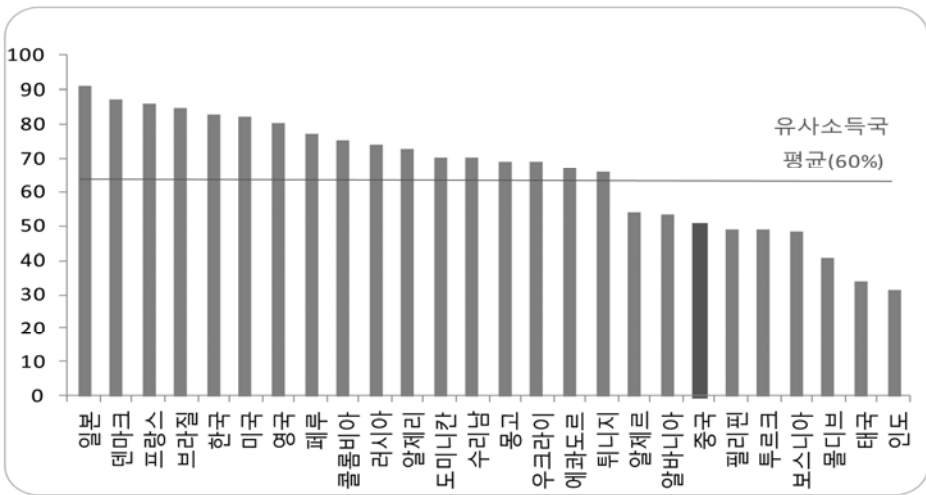


\* 자료: CEIC 및 WIND Data 가공

그러나, 중국 주택에 대한 수요도 일정 수준 지속되어 급격하지 않은 수준에서 가격 조정기를 거쳐 안정화될 가능성이 높아 보인다. 우선 수요를 뒷받침하는 가장 큰 요인으로는 낙후지역 개발을 핵심으로 하는 도시화를 들 수 있다〈그림8〉. 중국의 도시화율은 지난해말 53.7%로 유사 소득국 평균 60%에 크게 못 미치고 있다. 이에 따라 중국정부는 도시화율을 2030년까지 70%로 확대하

고, 이를 위해 약 45조위안(7.3조\$)를 투입할 계획이다. 참고로 45조위안은 지난 2009년 대규모 경기부양 규모 4조위안의 11배 수준이다. 한편 단기적으로도 결혼 적령기(24~28세) 인구가 2014년에 1.2억명으로 피크에 이른다는 점과 가구당 인구수 감소 현상('90년 4.0명→'12년 3.0명)도 어느 정도 소형주택의 수요를 뒷받침 할 수 있다. 마지막으로 최근의 부동산시장 위축의 주요 원인 중에 하나가 당국의 가격 억제 정책에 있다는 점을 감안할 때, 시각을 달리하여 보면 앞으로 정부가 일정수준 과도한 위축을 방지할 수 있는 여력이 있다는 점을 반영한다고 볼 수 있다.

〈그림 8〉 주요국의 도시화율 비교(%)



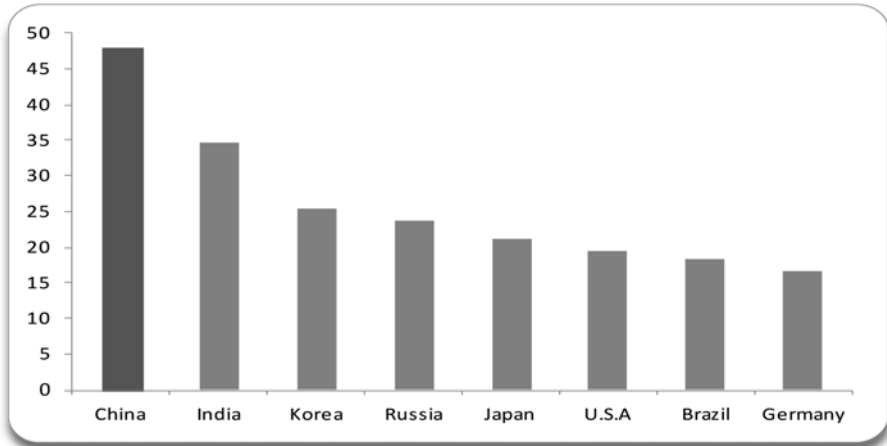
\* 자료: World Bank

## 그러나 실물경제 위축에 영향을 미칠 수 있는 핵심 리스크임에 유의

중국 부동산 시장의 핵심 관전 포인트는 부동산 관련 산업의 경제 성장 기여도가 약 30%에 달할 정도로 밀접한 거시경제와의 관련성에 있다. 특히 과도한 투자 위주의 경제 구조에 따른 리스크가 가장 크다. 최근 10년간 중국의 GDP 성장에서 투자의 평균 기여도는 54%에 달하고, 과거 계획경제의 특성상 국유기업 등 관 주도의 투자 규모가 민간 부문의 두 배를 상회하고 있다. 2013년

중국의 GDP 대비 총 투자 비중이 47.9%로 미국 등 주요 선진국(평균 19.1%)은 물론 여타 브릭스국가(평균 25.6%)에 비해서도 크게 높을 뿐만아니라<그림9>, 절대 규모 기준으로도 세계 2위인 미국의 1.6배에 달한다.

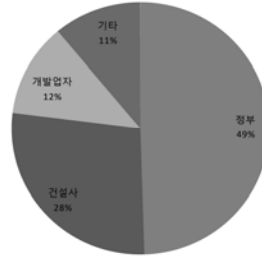
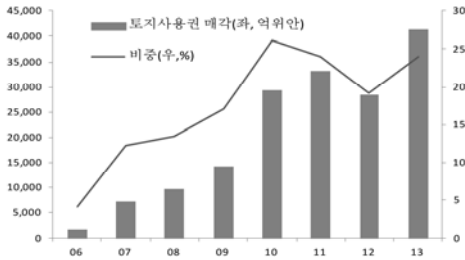
〈그림 9〉 주요국의 GDP 대비 투자 비중(%)



\*자료: IMF

전체 고정투자에서 부동산투자가 차지하는 비중은 20%내외에 달하며, 간접 효과를 감안할 경우 그 비중이 더 커진다. 더욱이 부동산 시장의 위축이 장기간 지속되거나 부동산 가격의 하락 폭이 클 경우, 부채 문제로 어려움을 겪고 있는 지방 정부의 수입이 급감하고 성장 동력인 투자가 동반 위축될 수 있다. 중국 정부 수입 중 약 4분의 1이 토지 사용권 매각을 통해 발생함에 따라, 부동산 시장 위축은 정부 수입 감소를 의미한다<그림10>. 이처럼 토지사용권 매각이 정부 수입에서 차지하는 비중이 높은 것은 부동산 개발에 따른 이익 중 절반 정도를 정부가 취하고 있기 때문이다<그림11> 한마디로 맹지가 상업 용지로 돌변한 부가가치를 정부가 독점하고 있는 것이다. 더욱이 정부 수입의 감소는 관 주도의 경제 특성상, 성장 엔진인 서부 대개발 등 인프라 구축 사업과 공공주택 3천 6백만 호 건설과 같은 대규모 국책사업의 위축을 초래하게 된다.

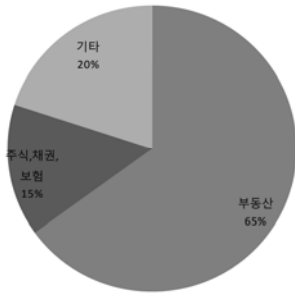
〈그림 10〉 정부 수입 중 토지 사용권 매각 비중(%)    〈그림11〉 주체별 부동산 개발이익 비중(%)



\* 출처: Citi, CEIC

또한, 부동산 시장의 위축은 여타 국가와 마찬가지로 소비 위축을 초래하여 중국 정부가 적극 추진 중인 소비 위주로의 성장방식 전환 정책의 어려움도 가중 시킬 수 있다. 중국은 우리나라와 같이 전통적으로 부동산에 대한 집착이 클 뿐 아니라, 금융시장 낙후에 따른 대체 투자처 부족으로 인해 가계자산에서 부동산이 차지하는 비중이 65% 내외로 절대적이다<그림12>. 참고로 미국과 EU는 동 비중이 20%에 불과하다. 실제로 부동산과 소비를 대표하는 부동산 경기 지수와 소매 판매는 다소의 시차를 두고 유사한 패턴을 나타내고 있다<그림13>.

〈그림12〉 중국, 가계자산 포트폴리오 구성(%)    〈그림13〉 중국 부동산지수와 소매판매 비교



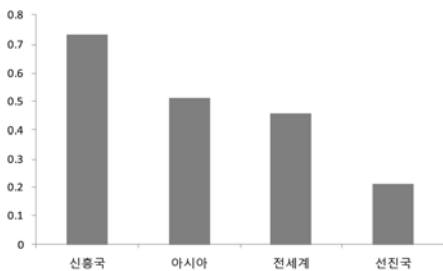
\* 출처: Citi, 'China Property' 2012, CEIC

## 글로벌 파급 강도 과거와 상이. 우리에게는?

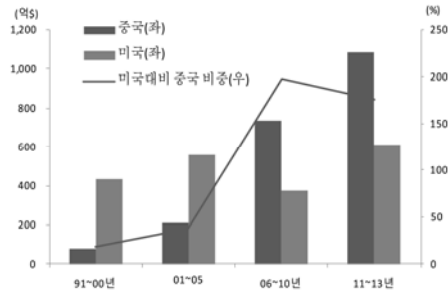
종합해 보면, 단기내에 중국의 부동산시장 거품이 붕괴할 가능성이 높지는 않으나 한번 발생할 경우 현재의 성장 동력인 투자와 미래의 성장 동력인 소비

를 모두 위축시켜 성장률이 급격히 둔화될 가능성이 높다고 볼 수 있다. 더 큰 문제는 그 파급 영향이 전 세계로 미칠 수 있다는 것이다. 중국의 신규 건설 규모는 지난 2010년에 1조 달러를 상회하여, 이미 미국을 제치고 세계 1위로 부상했다. IMF도 중국의 부동산 투자가 1%p 감소할 때, G20 국가의 GDP가 0.06%p 하락한다고 분석하였다. 특히, JPMorgan은 중국경제의 둔화가 신흥국에 미치는 영향이 선진국에 비해 3배 이상 큰 것으로 추정하였다<그림14>. 더욱이 현재의 중국경제 규모는 2000년도의 약 8배에 달하고 GDP의 증가 규모가 미국의 약 2배에 육박<그림 15> 한다. 그뿐이 아니다, 원자재 뿐만 아니라, 사치품 소비도 이미 미국·유럽을 추월하여 세계 1위를 기록하였다. 한편 2013년에 미국을 제치고 세계 1위의 수출 대국으로 부상한 이후 내수용 상품 수입 규모도 수년내 미국을 추월 가능성이 높다. 중국의 가공무역 감소폭(1.46%p) 및 미중의 수입 증가율(최근 3년: 中7.8%, 美2.3%) 유지 시, 2017년에 중국의 내수용 수입규모는 2.6조달러로 미국 2.5조를 상회하게 된다. 앞으로 지구촌 경제의 풍향을 중국 부동산 시장에게 물어야 할 수준인 것이다.

<그림 14> 중국 GDP 1%p 하락시, 지역별 GDP 둔화폭(%)



<그림 15> 시기별 미중 GDP의 연평균 증가 규모

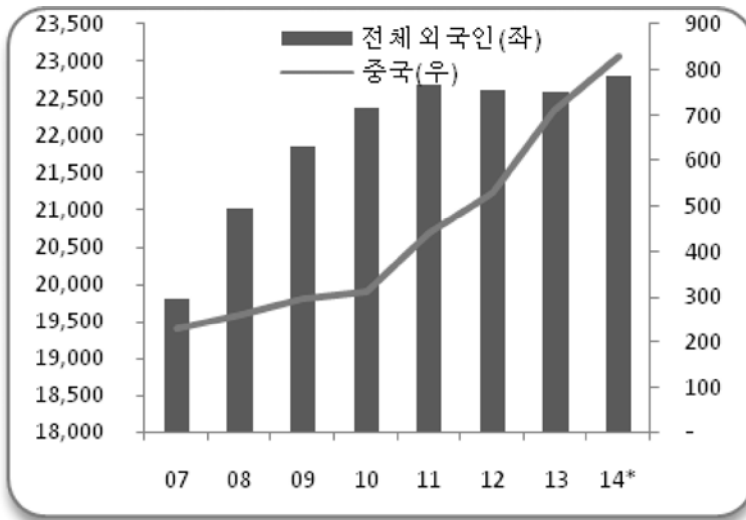


\* 출처: JPMorgan, IMF

우리나라 입장에서 보면, 2013년 우리나라의 대중 무역규모는 대미국·EU·일본 무역 합계의 76%에 달해 중국의 영향력이 절대적인 수준이라는 점을 재인지 해야 할 것이다. 또한 동 규모는 내년도 글로벌 관심사인 미국 출구전략의 부작용이 우려되는 취약 신흥 5개국(인도, 인도네시아, 남아공, 브라질, 터키)합의 2배에 달한다. 특히, 최근 5년 연평균 대중 무역흑자(483.7억\$)가 전체(369.5억\$)를 상회하고, 홍콩을 포함하면 736.8억달러로 두배를 상회한다. 실제로 우

리 주요 기업의 중국 매출 비중은 LG화학 44%, 제일기획 34%, 현대차·삼성전자 18%에 달한다. 다른 시각에서 중국의 부동산시장 위축은 앞으로 중국인의 우리 부동산시장 투자를 확대시킬 수 있는 유인이 될 수 있다. 2012년부터 금년 상반기까지 중국인의 토지 보유 면적의 증가 규모가 390.7만 제곱미터로 전체 외국인의 2.5배에 달한다. 특히 제주도의 경우, 전체 외국인 투자에서 중국의 비중이 2010년 0.3%에서 금년 상반기 43.1%로 급등하여 이제 중국의 부동산시장은 남의 나라 일이 아닌 상황이 되었다<그림16>. 더욱이 이제 막 한중 FTA가 타결되어 양국간 상호간의 영향력 확대가 불 보듯 뻔하지 않은가? 앞으로 중국경제와 부동산시장에 대한 면밀한 분석과 대응이 우리 기업(은행)의 비즈니스 환경 뿐만 아니라 생존 전략에 있어서도 필수불가결한 요소임을 다시 한번 인지해야 할 것이다.

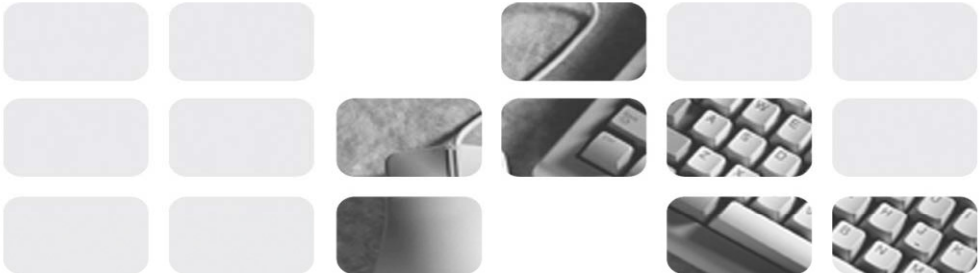
〈그림 16〉 중국 및 외국인의 국내토지 보유(만m<sup>2</sup>)



\* 자료 : 국토해양부. '14년 상반기 기준

# 중국 자본시장 동향

5. 최근 중국 금융회사의 M&A 동향과 시사점
6. 중국 채권과 배당주 인컴상품 설계이슈
7. 2014 중국 VC 투자 동향 및 Hot Spot 섹터
8. 중국 ABS시장의 급성장이 주는 한국의 기회와 리스크







# 최근 중국 금융회사의 M&A 동향과 시사점

변 응 재\*

## 1. 들어가는 글

한중 FTA의 발효를 앞두고 많은 기대와 우려의 목소리가 들린다. 그 중에서도 한중 FTA를 기회로 중국의 금융 산업에 적극 진출할 수 있는 기회가 생기기 기대하는 목소리도 적지 않다. 이러한 중국 금융 산업 진출에 있어서 새로이 금융회사를 설립하는 방법도 있으나, 이미 성숙화 단계에 들어가고 있는 중국 금융 및 자본시장에 있어서는 기존의 중국 금융회사에 대한 M&A를 추진하는 것도 의미가 있을 것이다. 이에 이 글에서는 비교적 최근(2013년-2014년)의 중국의 각 금융업종별 M&A의 동향을 살펴보고 그 시사점으로서 우리나라 기업의 중국 금융회사 M&A 전략을 모색해 보고자 한다.

## 2. 최근 중국 금융회사의 M&A 동향

### (1) 은행의 M&A 동향과 특징

최근 중국의 은행 M&A와 관련하여 주된 사건들은 다음과 같다.

2014. 7. 兰州市财政局 등 10개 기관이 兰州银行에 지분출자

\* (現) 법무법인 율촌 변호사

- 2014. 7. 威海市财政局과 中国重型汽车集团有限公司가 위해은행 출자
- 2014. 6. 冠城大通股份有限公司가 富滇银行에 지분출자
- 2014. 6. 新疆新业国有资产经营(集团)有限责任公司가 哈密市商业银  
行에 지분 출자
- 2014. 4. Santander 은행의 HSBC 보유 상해은행 지분 매수(8%, 2대주주)
- 2014. 3. 北京兆泰集团股份有限公司가 (沈阳) 盛京银行에 지분출자
- 2013. 12. 北京盛达兴业房地产开发有限公司가 厦门银行에 지분출자
- 2013. 12. 宁夏回族自治区财政厅이 宁夏银行에 지분출자
- 2013. 12. 华西能源工业股份有限公司 및 自贡市财政局가 自贡市商业银行 출자
- 2013. 11. 6. 绍兴市财政投资有限公司가 绍兴银行에 출자
- 2013. 10. 中信股份有限公司가 BBVA가 보유하던 中信银行 지분매수
- 2013. 7. 颐和黄金制品有限公司와 天津领先药业连锁集团有限公司가 乌鲁木齐  
市商业银行에 출자
- 2013. 5. 中国银行이 沂水中银富登村镇银行에 투자
- 2013. 5. 德州市财政局에서 德州银行에 지분투자
- 2013. 4. 三门峡市财经投资公司 등 2개 회사가 三门峡银行에 투자
- 2013. 4. 浙江省财务开发 회사가 浙商银行에 지분 투자

위와 같은 사건들의 특징은 다음과 같다.

첫째, 中国重型汽车集团有限公司(상용차기업), 颐和黄金制品有限公司(황금제품기업), 天津领先药业连锁集团有限公司(제약기업), 华西能源工业股份有限公司(에너지기업), 北京盛达兴业房地产开发有限公司(부동산기업) 등의 사례에서 볼 수 있듯이 일반 산업계 기업이 은행에 투자하는 이른바 산업과 금융의 결합(产融结合) 사례들이 다수 발견되고 있다.

둘째, 지방국유기업의 은행 투자가 많았음을 알 수 있다.

셋째, 지방 은행이 주된 투자 대상이었음을 알 수 있다. 특히, 중국은행의 村镇银行 투자는 특기할 만하다.

넷째, 지방 국유기업 또는 지방정부기관과 민간자본이 함께 은행에 투자하는 모델도 다수 볼 수 있다.

다섯째, 2000년대 초중반과 같은 대규모의 외국인 투자는 별로 없으며,

HSBC가 상해은행의 지분을 Santander에 양도한 것과 같이 금융위기 하에서 비핵심자원을 매도하는 사례 정도가 발견되고 있다.

여섯째, 은행의 지배적 지분 취득보다는 참여적 지분 취득이 많음을 알 수 있다.

## (2) 증권사의 M&A 동향과 특징

최근에 중국 증권사의 M&A와 관련된 주요 사건들은 다음과 같다.

2014. 7. 申银万国的 宏源证券의 인수

2014. 7. 国泰君安의 上海证券 인수

2014. 7. 方正证券의 民族证券 인수

2014. 1. 广州证券의 天源证券 인수

2014. 8. 中纺投资的 安信证券에 대한 구조조정 참여

2014. 8. 上海大智慧的 湘财证券 전체 지분 매수

2014. 9. 广东锦龙发展股份有限公司가 中山证券有限责任公司 인수

위와 같은 사건들의 특징은 다음과 같다.

첫째, 은행과 같이 참여적 지분 투자 정도가 아닌, 전면적 인수를 통한 업계 순위 바꿈이 이루어지는 경우가 적지 않다. 즉, 기존 증권사의 규모 확대를 주된 목적으로 하고 있다.

둘째, 치열해지는 경쟁과 이윤의 감소에 대한 적극적 대처 방안의 하나로서 이루어지는 경우가 많다.

셋째, 업무영역 및 지역별로 상호 우세와 열세를 보완하는 기능을 하는 M&A가 많다.

넷째, 증권사 상장을 위한 자원 정합의 차원에서 M&A가 이루어지기도 한다.

다섯째, 인터넷 금융의 강화 목적으로 上海大智慧가 湘财证券의 전체 지분을 매수한 것도 특기할 만한 사건이다.

### (3) 펀드운용사 M&A 동향과 특징

최근에 중국 펀드운용사의 M&A와 관련된 중요한 사건은 다음과 같다.

- 2014. 2. 圆信永丰基金管理公司 개업 (대만의 SinoPac Securities Investment Trust Co., Ltd.가 49% 지분 참여)
- 2013. 11. 国寿安保基金公司在 설립하는데 호주의 AMP Capital Investors Limited가 14.97% 지분참여
- 2013. 宁波银行과 (싱가폴) 利安(Lion)资金이 永赢基金管理有限公司 설립
- 2013. 8. 国开泰富基金管理有限责任公司 설립 (대만의 国泰证券投资信托股份有限公司가 33. 3% 출자)
- 2013. 3. 中加基金管理有限公司 설립 (캐나다 Scotiabank가 33% 지분보유)
- 2013. 3. 华润元大基金 설립 (대만의 元大宝来证券投资信托股份有限公司가 49% 지분 보유)

위와 같은 사건들의 특징으로는, 전형적인 M&A 보다는 신설 합자회사 설립의 경우가 많았으며, 외국자본의 꾸준한 참여와 대만 자본의 역할 증대가 특기할 만하다.

### (4) 보험사 M&A 동향과 특징

최근에 중국 보험사의 M&A와 관련된 중요한 사건은 다음과 같다.

- 2014. 同方股份有限公司가 海康人寿를 인수한 후에 荷兰全球人寿保险集团(AEGON)이 同方과 함께 공동으로 海康人寿를 경영(50:50)
- 2014. 北京银行과 法国巴黎人寿(BNP Paribas Cardif)가 보험합자계약을 체결하고, 中荷人寿의 원래 주주였던 ING가 퇴출하고 法国巴黎人寿가 승계함

위 사건들은 보험회사의 기존의 합자 당사자들이 퇴출하면서 새로운 당사자들이 합자하는 방식을 보이는 것이 주된 특징이다.

### (6) 신탁회사 M&A 동향과 특징

최근에 신탁회사의 M&A와 관련한 주요 사건은 다음과 같다.

2014. 5. 中国光大集团的 甘肃省信托有限责任公司的 51% 지분 취득

2014. 4. 中江国际信托의 지분 구조 조정

2014. 3. 浦发银行의 上海国际信托有限公司 인수

2013. 11. 中航信托股份有限公司의 지분 구조 조정

2013. 5. 华宸信托有限责任公司的 지분 구조 변경

위와 같은 사건들의 특징은 다음과 같다.

첫째, 최근에 신규로 취득하기 힘든 신탁업 허가를 M&A 방식을 통해 취득해서 금융 관련된 허가를 모두 보유하려는 목적을 달성하는 경우가 보인다.

둘째, 신탁회사에 대한 M&A를 통해서 대상 신탁회사가 보유한 타회사 지분을 간접적으로 취득하는 효과를 달성하려는 경우도 보인다.

## 3. 중국 금융회사 M&A 전략

다음으로는 위와 같은 최근의 중국 금융회사 M&A의 동향에 대한 시사점으로 서, 우리나라 기업이 중국 금융회사에 대하여 M&A를 할 때 어떠한 전략을 가져야 하는지에 대해서 하나씩 검토해 보고자 한다.

첫째, M&A의 목적을 명확히 하는 것이 필요하다. 법률상의 외국 지분비율 제한으로 인하여 우리나라 기업이 중국의 기존 금융회사의 지배적 지분을 취득하는 것은 어려울 것이다. 따라서, 소수 지분을 취득하면서도 어떠한 실질적 이익을 얻을 수 있을지를 전략적으로 잘 검토할 필요가 있다. 예를 들어서 중국 증권사의 상장을 통한 투자수익을 기대하거나 또는 중국인들을 위한 한국투자 상품의 개발, 한국에서의 다양한 인민폐 투자 상품의 개발 등 한중간 전략적 사업 기회 확대와 수익 공유, 또는 해외 사업 공동 진출 등을 목표로 설정해 볼 수 있다. 이러한 목적을 달성하기 위해서는, 경우에 따라서는 중국 금융회사와 한국 금융회사 상호간에 투자하는 방안(Cross-Investment)도 고려해 볼 수 있을 것이다.

둘째, M&A 대상의 선정에 있어서 전략이 필요하다. 앞에서 소개한 최근의 사례들을 살펴보면, 국유지분의 정리 등 구조조정이 필요한 금융회사, 기존의 합자파트너 간에 분쟁이 발생한 금융회사, 지방성 금융회사, 기존의 주주가 비핵심 자산을 매각하는 등 투자를 회수해야 할 필요가 있는 금융회사, 치열한 경쟁 속에서 규모의 확대가 필요한 금융회사 등이 주요 대상이 될 수 있을 것이다.

셋째, 누구를 파트너로 해서 M&A를 실현할 것인지에 대한 사항도 중요한 전략적 고려 사항이 되어야 할 것이다. 앞에서 소개한 사례들을 살펴보면 지방정부 재정국, 지방정부의 투자회사, 중국 민영기업(투자회사, 부동산회사, 제조회사 등), 다른 선진국의 외국금융회사, 모든 금융 인허가(full license)를 목표로 하는 회사, 우리쪽과 상호 보완이 될 수 있는 회사 등이 파트너로서 고려 대상이 될 것이다. 또한, 앞에서 설명한 산업과 금융의 결합이라는 측면에서는, 중국 금융기관을 M&A함에 있어서 법률이 허용하는 지분한도 내에서 산업계와 협력하는 방안도 고려해 볼 수 있을 것이다. 그리고, 최근에 중국 금융시장에서 활발한 활동을 보이는 대만 자본과 협력하는 것도 고려해 볼 수 있다.

넷째, 중국 금융회사에 대한 M&A 이후의 통합조치(PMI)로서 중국의 금융회사와 한국 모회사 간에 어떤 업무를 공동으로 개발할 것인지에 대한 전략이 필요하다. 예를 들면, 한화-인민폐 직거래 금융 상품의 개발, 한중간 M&A 알선 및 파이낸싱, 중국 자본시장 투자 상품의 공동 개발, 해외투자 상품의 공동 개발, 서로 다른 영역간의 결합 상품 개발 등을 고려해 볼 수 있을 것이다.

#### 4. 마치는 글

지금까지 비교적 최근(2013년-2014년)의 중국 각 금융업종별 M&A의 동향을 살펴보고 그 시사점으로서 우리나라 기업의 중국 금융회사 M&A 전략을 설명해 보았다. 방대한 중국 자본 및 금융시장을 생각해 볼 때 우리의 힘은 아직까지 너무 미약해 보일 수 있다. 그러나, 중국의 마오쩌둥 주석도 한알의 불씨가 광야를 불사른다고 하지 않았던가(星星之火, 可以燎原). 우리 모두 중국이라는 광야를 불사르는 한알의 불씨가 되어 보자.

# 중국 채권과 배당주 인컴상품 설계이슈

김혜원\*

1%대 금리와 배당수익률 환경의 한국투자자들이 볼 때 중국의 3%대 금리와 3~6%의 배당수익률이 매력적일 수 밖에 없다. 당연히 중국의 알짜배기 채권과 배당주에 대한 수요는 증가할 수 밖에 없다. 1%만 더 주면 6개월 1년미만의 단기상품이라도 위안화 예금과 위안화 ABCP에 200억달러 이상이 모인 성공사례를 보면 저금리에 투자대안으로서 장기로 운용할 수 있는 중국 채권과 배당주를 상품개발자들은 염두에 두지 않을 수 없다.

## 1. 채권형 상품 설계

이미 상해거래소 주식은 후강통을 통해서 개인도 어느정도 자유롭게 매매가 가능해졌다. QFII와 RQFII의 가이드라인에 맞춰서 투자할 수 밖에 없는 채권 시장도 수년 내 완전개방이 가능해질 것이기 때문에 상품담당자들로서는 이런 큰 시장을 염두에 두고 한국채권보다 리스크 리턴이 더 좋은 상품을 구상해야 한다. 다만, 실제로 설계하기가 만만치 않다는 고민이 있다. 고민이 되는 이슈들과 대안들을 정리해 보았다.

\* (現) 한국투자신탁운용 마케팅기획본부 부장  
칭화대 사모펀드와 고급자본투자전략 총재과정 수료

## ① 중국 채권 유니버스와 최근 공급의 특징

중국 금리인하 시 이자매력이 떨어지기 때문에 대안으로서 국채 외에 더 높은 이자를 제공하는 정책금융채를 포함한 금융채와 회사채에 투자 확대를 고려할 수밖에 없다. 최근 채권발행시장의 공급에서 특이할 점은 2019년 시행되는 바젤III를 대비하기 위해 은행들이 Tier I 신종자본증권과 우선주, 후순위채 발행(위안화표시, 달러표시)이 활발해졌다는 점이다. 이자매력은 높지만 유동성이 높지 않은 점은 망설여지는 점이다. 또 2014년에 새 예산법 이후 10개의 지방정부채 자체 발행이 시범적으로 허용되면서 향후 지방채시장의 성장잠재력도 상당하다고 볼 수 있다. 지하철 등 대중교통부문의 공공사업성 지방정부채의 경우는 준국채 수준으로 자금수요가 상당하기 때문이다. 지방정부산하 기업이 발행하는 도시개발채권도 관심을 가질만하다. 지방정부투자기관(LGFV)의 리스크는 계속 예의주시해야 된다.

다양한 만기와 기대수익률, 신용등급, 시총, 유동을 추구하는 상품개발을 위해선 중국예탁결제원(CCDC, China Central Depository & Clearing)이 제공하고 200개 이상의 중국운용사가 벤치마크하는 BM을 참고할 수 있다.

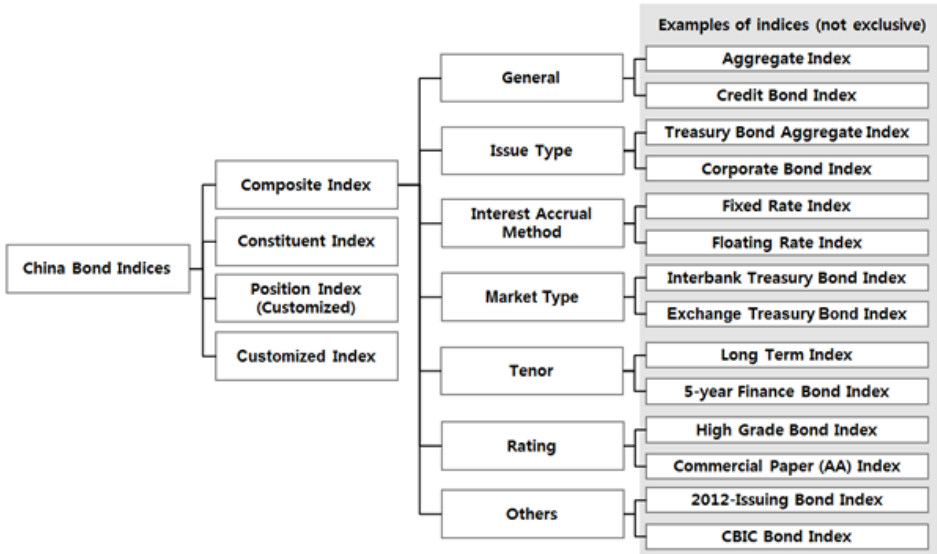
〈표 1〉 중국 채권 유니버스

| 채권유형      |        | 시장비중   | 발행주체           | 만기             | 거래시장        | 인허가기관            |
|-----------|--------|--------|----------------|----------------|-------------|------------------|
| 국채        | 国债     | 26.92% | 재무부            | 3M~50Y         | 거래소<br>/은행간 | 재무부              |
| 지방채       | 地方政府债  | 3.40%  | 지방정부           | 3Y,5Y          |             | 재무부              |
| 정책은행채     | 政策性金融债 | 27.88% | 3대정책성은행        | 6M~30Y         | 은행간         | 인민은행             |
| 중앙은행채     | 央行     | 1.23%  | 인민은행           | 3M,6M,1Y,3Y    |             | 은교협              |
| CP        | 短期融资券  | 4.86%  | 상장사            | 1Y이하           |             |                  |
| 중기어음(MTN) | 中期票据   | 9.49%  | 비금융회사들         | 3Y,5Y,7Y,10Y   |             |                  |
| CD        | 同业存单   | 1.06%  | 국영은행           | 1M,3M,6M,9M,1Y |             |                  |
| 사모채       | 私募债    | 4.39%  | 비금융사           | 3Y이하           | 은교협         |                  |
| 금융채       | 金融债    | 6.10%  | 은행             | 2Y~15Y         | 거래소<br>/은행간 | 은감위,증감위,<br>인민은행 |
| 회사채       | 企业债    | 8.35%  | 비상장사           | 3Y~30Y         |             | 발개위              |
| ABS       | 资产支持证券 | 0.64%  | 금융기관,<br>비금융기관 | 1Y~30Y         | 거래소         | 은감위,증감위,<br>인민은행 |
| 민간기업채     | 公司债    | 2.20%  | 상장사            | 3Y~30Y         |             | 증감위              |
| CB        | 可转债    | 0.54%  | 상장사,은행         | 5Y~10Y         |             | 은감위,증감위,<br>인민은행 |

자료: WIND, 한국투자신탁운용



〈그림 1〉 중국 채권 인덱스



자료: CCDC, BNP Paribas

## ② 신용등급

중국 회사채시장에 투자하기 위해선 중국 채권과 국내채권과의 신용등급 매핑의 기준을 만들고 수평적으로 비교하고 싶지만 불가능하다. 중국 로컬신평사들(청신, 파공, 리앤허 등 6개 신평기관)이 부여하는 로컬투자등급은 중장기채권은 AAA, AA+, AA, AA-순이고, 단기채권은 A-1, A-2, A-3, B, C, D 순이다. 국제 신용등급 AA부터 BB+ 사이의 기업들에 대해 로컬 AAA 등급을 부여하고 있는 게 추세다. BBB-에서 B+ 국제등급기업은 주로 로컬은 AA등급이다. 로컬AA등급에서도 디폴트가 날 수 있다. 디폴트 시 부도에 따른 파산법적용, 자산관리공사로의 매각절차 등 구체적인 절차가 아직 없는 것도 채권투자에 어려운 점이다. 특히 중국의 국영기업은 대부분 로컬 등급으론 AAA투자등급이상이고 디폴트 시 정부의 지원을 받을 것으로 투자자들은 기대하고 있는데 신용의 퀄리티는 많은 차이가 나기 때문에 석탄, 부동산, 조선, 태양광 등 섹터는 유의하면서 옥석 가리기를 할 필요가 있다.

〈표 2〉 유형별 위안화채권 신용등급 국내 매핑

| 위안화채권   | 신용등급  | 금리수준  |
|---------|---|---|
| 국채      | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 원화국채와 동일</li> <li>- 무디스 기준 Aa3</li> </ul>                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 원화국채 대비 +100bp</li> </ul>      |
| 정책성은행채권 |   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 원화국채 대비 +200bp</li> </ul>      |
| 회사채     | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 중국신평사 기준 AAA</li> <li>- 규모/재무안정성 측면 국내 AA기업과 유사</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 원화회사채 대비 +200~230bp</li> </ul> |

자료: 한국투자신탁운용

### ③ 환헷지와 비용

중국채권의 매력적인 금리차 (원화 국채3년과 위안화 국채3년간 금리차 100bp대, 회사채는 200bp대) 를 위해 상품을 설계하더라도 원화를 달러로 바꾸고 달러를 위안화로 바꾼 이후 달러나 위안화의 환율이 크게 변할 경우 1년의 이자수입이 단숨에 사라질 수 있다. 위안화표시 채권을 사서 연 5% 이자를 받는 국내투자자의 경우, 위안화의 가치가 원화대비 5% 상승하면 총 연 수익률 10%를 얻게 되지만 반대로 위안화가 5% 하락하면 이자수익을 환차손이 상쇄해서 수익률은 0%가 된다. 따라서, 채권같이 변동성이 낮은 자산을 위해선 환위험을 줄이기 위해서 환헷지를 시행하는 경우가 많다. 일반적으로 미래 특정시점의 외환매매 가격을 미리 고정해서 선물환 계약을 하게 된다. 다만, 한국보다 고금리 중국채권을 사고 환헷지를 하면 금리차만큼을 환헷지코스트로 지불해야 된다. 2013년말까진 완벽하게 원/위안화 헷지 후에도 약 70bp정도 프리미엄수입이 생겼는데 (중국본토 내 달러유동성이 고갈되면서) 2014년말엔 정상화 후 200bp까지 헷지코스트가 커지고 있어서 헷지 비용의 변동성이 매우 커졌다. 중국은 관리변동환율제도로 환시장에 개입도 자주하는 편이고 환과 관련해서 예측하기 힘든 정책변수들이 있다는 점이 상품설계에 어려운 점이다. 비용대비 효율성을 위해서 스왑뱅크와 함께 적정한 환헷지의 비율을 고민 안 할 수 없다.

최근 위안화 직거래시장이 도입되어서 당일 환전이 가능하고 바로 환전 후 중국으로 송금이 가능해졌다. 또 선물환으로 위안화 매도도 바로 가능하지만 아직은 위안화 거래량이 풍부하지 않기 때문에 당분간은 원/달러와 달러/위안화 시장 각각의 풍부한 유동성을 통해 위안화를 조달하고 선물거래까지 하면 환헷지에 전혀 어려움이 없다.

〈그림 2〉 환헷지포지션



〈그림 3〉 2011년 이후 원/위안화 현물가격 (좌축)과 환헷지 프리미엄 추이(우축)



자료: 블룸버그, 한국투자신탁운용

#### ④ 외화표시 공모펀드 출시 전망

2015년 2월부터 원화 외에 외화표시 공모펀드가 출시될 전망이다. 외화자산은 통화별로 구분해서 펀드의 외화통화로 환산한 평가액을 기재하며 이를 위해선 외국환중개회사로부터 제공받는 재정환율을 적용한다. 펀드의 매수나 환매가 외화를 기준으로 이루어지고 기준가격도 외화로 표시된다. 달러나 위안화 표시의 중국자산에 투자할 경우 환매 시에 환전이 필요하지 않기 때문에 외화를 바로 활용할 수 있다. 주로 위안화 예금을 대체할 수 있는 신용리스크가 없는 위안화표시 중국단기 채권에 투자하는 상품이 출시될 전망이다. 달러표시 중국채권의 매력도 높은 달러수요로 인해 부각될 것이다. 원화기준가 상품대비 이자수익과 자본차익과 환차익의 수익 원천을 단순하게 하는 게 핵심일 것이다.

## 2. 배당주편입 채권혼합형, 주식혼합형 설계

배당주 설계도 고민이 많을 수 밖에 없다. 국내배당수익률보다는 2~3배 높지만 문제는 연 20%가 넘는 배당주의 변동성을 오랫동안 감내하면서 버틸 수 있는 투자자가 얼마나 되겠는가? 지금 당장의 고배당주뿐 아니라 배당이 꾸준히 성장하는 종목을 발굴해야 되는 운용역량 외에 상품설계의 역량도 중요하다. 변동성을 대폭 축소시키는 파생상품을 활용하거나 아니면 채권을 섞어서 배당주수익률과 채권쿠폰의 총합 약 5~8% 인컴의 복리효과를 통해 변동성을 축소시키는 것이 설계의 핵심일 것이다.

- 채권혼합형 (위안화 채권+ 위안화 배당주 혼합형으로 변동성 관리)
- 배당주수익률을 주요 수익의 원천으로 하고 추가적으로 콜매도프리미엄을 수취해서 인컴수입을 극대화해서 장기 변동성을 관리하는 주식혼합형 상품 등이 변동성 관리의 대안이 될 수 있다.

〈표 3〉 중국 배당주 벤치마크 : SSE Dividend 인덱스

(50개 대표 고배당주 편입, 평균 배당수익률 3.8%)

| 대표 종목 이름   | 인덱스 비중 | 2014년 예상 배당수익률 |
|------------|--------|----------------|
| 팡다 특수철강 기술 | 6.3%   | 2.55%          |
| 안위안 산업     | 2.85%  | 8.87%          |
| 중국통신건설     | 2.66%  | 1.49%          |
| 야거얼 그룹     | 2.60%  | 4.81%          |
| 중국은행       | 2.57%  | 5.49%          |
| 상해푸동개발은행   | 2.54%  | 4.91%          |
| 중국건설은행     | 2.54%  | 5.06%          |

자료: 블룸버그, 한국투자신탁운용, 2014년 12월 20일 기준

### 3. 중국인컴상품 설계 공통이슈

#### ① 공모펀드 투자계약조건과 투자등급

자본시장법 81조 시행령 80조 1항에 의하면 OECD 국가 채권에 대한 개별투자비중이 국채는 단일종목 최대 30%까지 기타는 최대 10%까지 편입이 가능하다. 비OECD 국가는 국채와 기타를 종목당 10%까지 편입이 가능하다. 최근 금융위에서 현실에 맞추어 법개정을 추진하고 있어서 향후 중국도 OECD수준으로 단일 국채비중을 약 30%까지 올릴 수 있을 것으로 예측되고 있다. 이 경우 펀드는 설정초기에 유동성과 성과관리가 용이해질 전망이다. 은행간 채권시장의 최소거래단위가 약 5천만 위안으로 RQFII 쿼터규모가 크지 않으면 담을 수 있는 종목이 몇 개 안되고 공모 액티브 펀드의 수익률 차별화가 힘들어질 수 있다. 국내 채권투자의 위험등급 기준에 따르면 국내국공채투자는 원금보장 추구형으로 최저위험인 5등급으로 분류가 되며 국내회사채도 투자적격등급 이상의 우량등급이면 저위험 4등급으로 분류되고 있다. 따라서 환헷지를 한 중국국채나 국유기업채권은 4등급으로, 또 중국주식 40%미만의 채권혼합형은 3등급으로 분류되고 인가되어야 국내투자자들이 안심하고 선호하는 대중적인 상품으로 환영 받을 수 있을 것이다.

#### ② 세금이슈

중국에 투자하는 비거주 기업의 원천징수와 관련해서 QFII에 귀속되는 배당과 이자소득만 언급하고 양도차익에 대해선 언급하지 않았다가 후강통 실시로 양도차익에 대한 불확실성이 없어졌다는 점은 매우 긍정적이다. 2014년 11월 17일 이후에 해외투자자들의 경우 후강통 직접투자나 QFII나 RQFII를 통한 투자 시 잠정적으로 주식 매매차익에 비과세가 적용될 예정이다. 이자소득과 배당소득은 중국 내 10% 원천징수 당하는 것은 이전과 같다. (국채 투자 시 이자소득은 비과세). 원천징수한 이자소득과 배당소득은 펀드 내 이중과세방지를 위해 별도 환급계리 처리하고 있다.

한편, 11월 17일 이전에 대해선 소급과세가 언급되었지만 한국운용은 “한·중 이중과세방지협약” 제13조에서 양도소득의 과세에 관한 규정을 두고 있는바, 위

제13조 제5항에 의하면 QFII의 중국 내 증권매매차익 등의 자본이득에 대해서는 양도인의 거주지 체약국인 한국에서만 과세할 수 있어서 중국에선 원천 징수할 권리가 없다고 해석하고 있다. 물론 펀드(투자신탁)은 법인격이 없으므로 거주자로 인정되는지에 대한 의문이 생길 수도 있으나, 우리나라 법인세법 제 57조의2(간접투자회사등의 외국 납부 세액공제 특례) 제3항은 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 투자신탁(펀드)을 법인으로 의제함으로써 이중 과세방지협약 적용을 인정하고 있다고 볼 수 있다. 이미 국내에서 설정된 중국 펀드는 양도차익, 환차익, 배당소득 등 소득별 원천구분이 없이 일괄적으로 배당소득으로 간주해 15.4% 국내에서 원천징수 및 매해 결산 시 세금을 냈기 때문에 이 같은 상황에서 펀드투자자들이 추가 양도소득세를 부과 당할까 봐 우려하는 것은 기우라고 판단한다.

마지막으로, 펀드 투자자의 경우는 소득세법 제 4조, 제 17조 제 1항 제 5호에 의해 펀드로부터 발생된 이득은 일괄적으로 배당소득으로 간주되어 배당소득세로 과세되고 있고 종합 소득세가 적용되고 있다. 문제점은 다음과 같다. 투자자가 예를 들어 2012년에 A펀드에 가입해서 2012년에 이익이 나고 2013년에는 손실이 나서 종합적으로 손실이 난 경우에도 2012년에 결산시점의 이익에 대해서 원천징수를 한다. B펀드의 경우 2012년에 손실이 나고 2013년엔 이익이 난 경우 12년의 손실분에 대해선 과세유보하고 있다가 2013년에 이월과세로 손실분을 공제과세한다. 결과적으로 이익과 손실이 발생한 시점과 선후의 차이에 따라 투자자에게는 같은 투자성과에 대해서 과세가 달리되는 현상이 발생되고 있다. 이런 문제점을 시정하기 위해선 해외펀드에 대해 결산시점 과세가 아닌 투자자 환매시점 과세로 일종의 과세 이연제도를 도입할 필요가 있어 보인다. 가장 중요하게는 펀드의 경우는 종합소득세가 적용되기 때문에 (투자자가 해외주식에 직접투자하거나 증권사의 wrap, 신탁을 이용하는 경우 종합소득세 적용대상이 아님에 비해) 투자자들의 해외펀드 투자 요인이 현저히 저하된다. 해외펀드도 이런 문제를 해결하기 위해선 분리과세를 적용해서 조세 형평성 문제를 해결할 필요가 있다.

〈표 4〉 RQFII에 대한 원천지국 적용세율(2014.11.17. 이후)

| 소득구분            | ①중국 기업소득세법             | ②한중조세조약   | 실제 적용세율[Min(①,②)]                             |
|-----------------|------------------------|---|---|
| 이자소득            | 10%<br>(단, 국채이자 비과세)   | 10% 이내  | 10%<br>(단, 국채이자 비과세)                          |
| 배당소득            | 10%                    | 10% 이내(단, 25%이상<br>투자한 법인으로부터<br>받은 배당소득은 5%이내) | 10% (단, 25%이상<br>투자한 법인으로부터<br>받은 배당소득은 5%이내) |
| 주식과 채권의<br>양도소득 | - 주식 비과세<br>- 채권 규정 불비 | 비과세<br>(단, 부동산과다법인주식<br>제외)                     | 비과세<br>(단, 부동산과다법인주식<br>제외)                   |

자료: 금융투자 12년 8월호 중국투자펀드 주식양도소득 과세권에 관한 연구, 한국투자신탁운용





## 2014 중국 VC 투자 동향 및 Hot Spot 섹터

홍 원 호\*

### 1. 서론 : 2014 중국 VC 시장 개요

2014년 중국 VC 업계는 작년에 이어 역동적인 한해였다. 2014년 11월까지 1,800여개 중국 스타트업 기업체에 총 미화 155억불이 투자되며 투자 규모가 매년 증가하는 추세에 있다. 또한, 104개 중국 기업들이 중국 내 혹은 미국, 홍콩 주식시장에 상장되며 VC 펀드들도 좋은 성과를 내고있다.

금년 한해 시장을 가장 뜨겁게 달구었던 뉴스는 역시 알리바바, JD.com 등 중국 인터넷/모바일 기업들의 성공적인 미국 상장 소식이었다. 총 14개 중국의 인터넷/모바일 업체들이 미국 증시에 상장되었다. 특히 알리바바의 경우 상장 후 시가총액이 2,700억불을 넘어서며, 국제 금융 시장에서 호의적인 반응을 끌어냈다. 알리바바에 10억불을 투자했던 야후 차이나는 100배가 넘는 1,000억불 이상의 수익을, Capital Today VC는 JD.com에 천만불을 투자하여 10억불 이상의 수익을 내며 주변의 부러움을 받았다.

중국은 지속적인 경제 성장과 함께, 인터넷, 모바일 중심의 플랫폼 경제 체계로 빠른 전환이 진행되고 있다. 이 부문의 빅 3인 알리바바, 바이두, 텐센트의 공격적인 사업 확대와 적극적인 투자 및 인수 합병이 전개되며 중국내 새로운 산업 생태계를 조성하고 있다. 특히, 젊은 기업가들의 창업에 대한 도전으로 새로운 사업 모델을 추구하는 많은 스타트업 회사들이 설립되고 있으며, 여기에

\* (現) KTB네트웍스(상해) 전무이사

막대한 투자 자금 유입이 지속되고 있다. 이러한 변화의 흐름속에 2014년 중국 VC 투자사들의 주요한 투자 핫스팟 섹터와 트렌드를 살펴보았다.

## 2. 본론 : 2014년 VC 투자 동향 및 핫스팟 섹터

2014년 중국 VC 투자에서 투자가 집중된 부문은 통신/미디어/기술 관련 산업이다. 이중에서도, 특히, 모바일 인터넷 관련 투자가 30% 이상을 차지하며 가장 핫스팟한 영역으로 부각되고 있다.

중국은 빠른 경제 성장과 함께 넓은 지역, 많은 인구 등 사회적 특성으로 인하여 모바일 인터넷 산업이 발달하기 좋은 사회적 여건을 가지고 있다. 중국 인터넷 네트워크 정보센터(CNNIC)의 발표에 따르면, 중국의 인터넷 사용 인구 5.9억명 중 모바일 사용 인구가 4.6억명일 정도로 PC 보다는 모바일을 인터넷 통로로 더 선호하고 있음을 보여준다. 특히 최근에 4G 서비스가 시작되고 3G 요금이 인하 되었으며, 중국 정부에서도 국가 차원의 무선 인프라 확충 프로젝트를 지속적으로 추진하고 있다. 이에 따라 중국의 모바일 관련 산업은 본격적인 성장기에 들어선 것으로 판단된다.

### 2.1. 모바일 SNS

중국 모바일 인터넷 산업 중에서 모바일 SNS 부문은 가장 대표적인 투자 분야의 하나였다. 중국의 경우 SNS 분야가 모바일 산업 중에서 가장 먼저 성장하였으며, 모바일 인터넷 산업의 중심적인 역할을 하고 있다. 또한, 중국의 100대 기업 중 90% 이상이 기존의 언론 이외에 모바일 SNS를 주요 마케팅 수단으로 활용하는 등 전반적인 영향력이 커지고 있음을 알 수 있다.

2014년 주요 투자 동향을 살펴보면

- ✓ 금년에는 소비 성향이 높은 여성을 위한 SNS, 교육용 SNS 등 버티컬 모바일 SNS가 주목을 받으며, 이 분야의 선두 업체들이 대규모 자금을 유치 받음.
- ✓ 모바일 뉴스 SNS인 Jinritoutiao(今日头条)는 뉴스 분야 SNS의 시장성을 인정 받아 세쿼이어 캐피탈 등으로부터 1억달러의 투자 유치를 받음.

- ✓ 위치기반 SNS인 모모(陌陌)는 Series D 투자 유치 및 시가총액 25억달러 이상의 성공적인 IPO 진행으로 위챗 이후 가장 주목받는 모바일 SNS로 떠올랐음

중국에서 사람들이 모바일 SNS에 할애하는 시간은 계속 증가할 것으로 보인다. 이미 웨이보, 위챗 등이 주요 SNS로서 압도적인 점유율을 보이고 있지만 모모(陌陌)와 같이 새롭고 보다 특화된 분야의 플레이어도 계속 성장할 수 있을 것으로 보인다. 모바일 SNS는 투자자들이 가장 관심있게 보고 있으며 경쟁이 치열한 분야이기 때문에 SNS 트렌드의 변화에 맞추어 새로운 투자 기회를 선점하는 것이 중요할 것으로 생각된다.

| Company            | Business   | Time  | Investor                               | Stage    | Investment (US\$M) |
|--------------------|--|-------|--|----------|--------------------|
| 比邻<br>Bilin        | Mobile SNS focus on instant voice call, photosharingandmessege | 06-05 | Qiming Venture, Morningside            | Series A | 15                 |
| 微聚<br>Weiju        | Mobile Stranger SNS (like MoMo)                                | 09-17 | Ceyuan Capital                         | Series A | 18                 |
| 脉脉<br>Maimai       | Mobile Professional SNS (like Linkedin)                        | 08-13 | IDG, Morningside                       | Series B | 20                 |
| 学霸君<br>Xuebajun    | Mobile Student SNS   | 03-17 | Vertex                                 | Series B | 5                  |
| 辣妈帮<br>Lamabang    | Mobile Female SNS  | 07-03 | Greenwoods Asset, Morningside          | Series C | 20                 |
| 美柚女生助手<br>Meet You | Mobile Female period tracker & SNS                             | 06-24 | Sig-china, K2 Ventures, Matrixpartners | Series C | 35                 |
| 今日头条<br>Toutiao    | Mobile News App  | 06-03 | Sequoia cap, Draper Fisher Jurvetson   | Series C | 100                |
| 陌陌<br>MoMo         | Mobile Stranger SNS  | 05-15 | Sequoiacap, Tiger Fund                 | Series D | 212                |

## 2.2. Life Style O2O 산업

중국은 모바일 기기의 대중화로 모바일을 통해 전통적인 오프라인 산업을 온

라인으로 편입 시키고 부가가치를 창출하는 O2O 기업들이 각광 받고 있다. 택시 O2O 사업은 텐센트의 DiDi Taxi(滴滴打车)와 알리바바의 Kuaidi Taxi(快的打车)의 치열한 점유율 경쟁이 이미 시작되었다. 음식업 시장에서는 eleme(饿了么), dazhongdianping(大众点评) 등이 O2O 변화를 주도하고 있는 중이다. 최근 성장세에 있는 여행 분야에서도 B2B 여행서비스 에이트립(8trip), 해외여행 서비스 시지에방(Shijiebang), 소셜 여행서비스 마펑위(Mafungwo), 여행 가이드 서비스 투니우(Tuniu) 등의 O2O 기업들이 나타나 대대적인 투자 자금 유치 경쟁을 벌인 바 있다.

Life Style O2O 관련 2014년의 주요 투자 동향을 살펴 보면

- ✓ DiDi Taxi(滴滴打车)가 싱가포르의 테마섹 등으로부터 7억달러의 투자를 받은 가운데, 여타 지역에서 후발주자들도 투자유치를 통해 성장하고 있어 중국의 택시 O2O 산업의 경쟁이 더욱 치열해지고 있음
- ✓ 금년 상반기에 텐센트는 중국의 맛집 검색 서비스인 Dazhong dianping(大众点评)의 지분 20%를 4억달러에 인수한 바 있음

중국 O2O 산업은 온라인 쇼핑 사이트에 이어 오프라인의 서비스를 온라인화 하는 전자상거래의 새로운 트렌드로 자리매김하고 있다. 음식점 검색/예약, 모바일 주문 배달, 택시 호출 이외에 다른 분야에서도 충분히 가능성이나 잠재력이 있는 것으로 보인다. 텐센트, 알리바바, 바이두 등 대기업들도 O2O 산업에 큰 관심을 가지고 투자 및 지분인수 등을 단행하고 있어, 향후 대형 M&A도 기대되는 바 이 부분 투자는 당분간 증대될 것으로 전망된다.

| Company                 | Business   | Time  | Investor                | Stage    | Investment (US\$M) |
|-------------------------|--|-------|-------------------------|----------|--------------------|
| 人人快递<br>RRKD            | Mobile Delivery crowd sourcing platform between sender and carrier | 11-04 | Banyan Capital, Tencent | Series A | 15                 |
| 嘀嗒拼车<br>Didapinche      | Mobile Taxi call App   | 11-20 | IDG                     | Series B | 10                 |
| 滴滴打车Diditaxi            | Mobile Taxi call App   | 04-15 | Temasek, DST            | Series D | 700                |
| 大众点评<br>Dazhongdianping | Online Restaurant searching platform                               | 2-24  | Tencent                 | N/A      | 400                |

### 2.3. 온라인 금융

2014년 가장 논란이 많이 되었던 분야의 하나가 중국의 온라인 금융 섹터이다. 중국의 기존 금융 시장은 심한 규제로 어려운 상황인데 반해, 온라인 금융은 자금의 입출 및 수익 상품 개발이 자유로운 이점이 있다. 알리바바의 경우 2013년에 예금 금리 5%를 제공하는 자산관리상품 위어바오(YueBao)를 시작하였고 6개월만에 10조원 규모의 예금을 유치하였음. 바이두(Baidu)도 차이나에셋과 함께 개인자산관리 플랫폼인 바이파(Baifa)를 출시하였다. 한편, 유통업체인 쑤닝, 전자상거래업체인 JD.com등 도 온라인 금융 시장에 진출하여 금융기관의 경계가 허물어지고 있는 양세이다.

2014년의 주요 투자 동향을 살펴보면

- ✓ 세쿼이아 캐피탈, IDG는 2013년초부터 중국 내 인터넷 기반 금융 서비스 회사에 주목하여 개인자산관리 앱 서비스 와차이(Wacai), 통반지에(Tongbanjie), 온라인 금융상품 통합검색 서비스 롱360(Rong360) 등에 일찍이 투자하였음
- ✓ 이외에 신용카드 관리 앱 칸쥬(Kanju), 51장단(51zhangdan), 온라인 금융상품 통합 검색 서비스 91진롱(91jinrong), 금융관련 소셜미디어 서비스 스노우볼 파이낸스(Snowball Finance) 등도 2013년에 투자를 유치하였음

중국 중산층들의 이에 대한 수요가 급속적으로 늘어나고 있는 바, 인터넷 기반 금융 관련 서비스 업체들이 많은 논란 속에서도 대규모 자금 펀딩에 성공하고 꾸준히 사업을 확대하고 있다. 온라인으로 자본 접근성이 용이해짐에 따라 플랫폼 대기업 외에도 결제 TPP(Third Party Payment) 기술 업체나 P2P 금융, 온라인 소액대출, 클라우드 펀딩 업체들이 새로운 시장을 개척할 것으로 예상된다. 향후, 투자시 온라인 금융 사업의 성공 관건인 리스크 관리 능력, 빅데이터 분석 능력, 이종 사업자간 데이터 공유 및 처리 기술 등에 대한 면밀한 검토가 필요할 것으로 보인다.

| Company           | Business  | Time  | Investor  | Stage    | Investment (US\$M) |
|-------------------|---|-------|---|----------|--------------------|
| 铜板街<br>Tongbanjie | Personal Finance management app                 | 01-08 | IDG   | Series A | 10                 |
| 挖财网<br>Wacai      | Mobile tally book and financing product selling | 11-30 | CBC-Capital, CICC, IDG, QimingVenture               | Series D | 50                 |
| 融360<br>Rong360   | Internet financial service platform for loans   | 07-23 | Lightspeed cap, Sequoia cap, KPCB, Pavilion Capital | Series C | 60                 |

## 2.4. 인터넷/모바일 전자상거래

중국의 오프라인 할인점, 백화점 등 유통업체들이 고전하고 있는데 반하여, 전자상거래 업체들이 지역적인 커버 이슈를 해결하면서 폭발적인 성장을 지속하였다. 2013년 중국의 전자상거래 규모는 3,100억달러로 4,000억달러의 미국을 곧 추월할 것으로 예상된다. 이런 성장세에 힘입어 명확한 수익 모델을 가지고 있는 인터넷/모바일 전자상거래 분야 중국 기업들에 대해서는 높은 기업 가치로 투자가 이루어지고 있다.

2014년의 주요 투자 동향을 살펴보면

- ✓ 현재 JD.com, 알리바바(1688.com), 탕탕왕(堂堂网) 등 시장의 강자로 군림하고 있는 전자상거래 기업들은 초기에 차별적인 마케팅 전략과 최고의 운영 효율성을 통해 두각을 나타낸 후 타이거 펀드, IDG, 세쿼이아 캐피탈 등으로부터 오랫동안 대규모 자본투자를 받아왔다는 공통점을 가지고 있음
- ✓ 최근 신규 강자로 떠오르고 있는 메이뽀(Meituan), 요우신파이(Youxinpai), 모구지에(Mogujie) 등도 주요 투자기관들로부터 금년에 대규모 투자를 받았으며, 이를 통해 압도적인 경쟁우위를 만들어 나가고 있음

중국 전자상거래 시장은 아직 전자상거래에 편입되지 못한 상품 카테고리들과 2~3급 도시 및 내륙지역들을 중심으로 새로운 전자상거래가 출현할 여지가 크며 이를 통해 시장은 더욱 확대될 것으로 예상된다.

| Company          | Business  | Time  | Investor  | Stage    | Investment (US\$M) |
|------------------|---|-------|---|----------|--------------------|
| 美团网<br>MeiTuan   | E-commerce for group buying                                 | 05-15 | GA, Alibaba, Sequoia capital                              | Series C | 300                |
| 优信拍<br>Youxinpai | E-commerce for second hand car                              | 09-16 | Warburg Pincus, Tiger Fund                                | Series B | 260                |
| 我买网<br>Womai     | E-commerce for buying food                                  | 08-04 | IDG, Saif Partner   | Series A | 100                |
| 蘑菇街<br>Mogujie   | Female fashion SNS & E-commerce                             | 06-06 | Trustbridge Partners, Qiming Venture, IDG, Banyan Capital | Series D | 200                |
| 格瓦拉生活网<br>Gewara | SNS for life and community, mainly for booking film tickets | 07-01 | CMC   | Series D | 32                 |

## 2.5. 헬스케어 분야

중국은 민간부문의 변화와 정부의 정책 개혁으로 헬스케어 시장에 변화기를 겪고 있다. 중국의 고령인구 확대, 도시화, 소득 수준 상승, 보험 가입자 증가로 환자들의 의료비 지불 능력이 향상되고 있고 건강에 대한 관심도 늘고 있다. 아울러 중국 정부는 민간병원의 의료서비스 가격을 자유화하는 조치를 발표하고, 민간병원들을 대상으로 의료보험을 적용하는 방안을 추진하는 등 민간 부문 의료서비스 개선 노력을 하고 있어 민간 병원을 중심으로 많은 변화가 예상된다.

헬스케어 분야는 인터넷·모바일에 이어 차세대의 가장 강력한 투자 분야로 부상할 것으로 전망된다. IDG는 지난 10년간 헬스케어 분야에서 20건의 투자를 집행하였고 그 중 6개 기업이 IPO에 성공하였다. 세쿼이어, 매트릭스 파트너스 등의 유명 벤처캐피탈들도 적극적으로 이 분야에 참여하며 모바일 헬스케어 분야에서 다양한 사업에 투자를 진행하고 있다.

향후 유망한 투자 영역으로는 관심을 받고 있는 분야들은 아래와 같다.

- ✓ 예방 및 관리 분야 : 모바일 건강관리, 헬스케어 문화, 오프라인 건강관리 및 헬스케어 서비스와 같은 새로 떠오르는 분야에 대한 투자
- ✓ 시스템 및 플랫폼 분야 : 의료장비, 병원, 의약품 등 건강관리 및 증진을 위한 헬스케어 서비스 시스템 및 플랫폼의 혁신 분야에 대한 투자
- ✓ 건강보험 분야 : 인구 고령화의 시작으로 노인들을 위한 헬스케어 서비스가 중요해짐

| Company                            | Business  | Time  | Investor  | Stage    | Investment (US\$M) |
|------------------------------------|---|-------|---|----------|--------------------|
| 康康血压<br>Kangkang<br>blood pressure | Mobile service for blood pressure management  | 03-21 | N/A   | Series A | 5                  |
| 春雨掌上医生<br>Chunyuyszeng             | Mobile Seeing doctor SNS  | 08-14 | CCI Fund, Rushan VC, Temasek, Bluerun Venture             | Series C | 50                 |
| 博医帮<br>Boyibang                    | Mobile SNS for diabetes patients  | 09-01 | Northern Light Venture, Amiba, Hinagroup                  | Series B | 5                  |
| 看处方<br>Kanchufang                  | P2P Internet platform for recording, searchingandexchangingreal treatmentexperience | 09-01 | Sequoia cap, Lightspeedcp                                 | Series B | 5                  |
| 瑞尔齿科<br>Arrail-dental              | Dental care and service   | 04-18 | New Horizon, GLCapital, KPCB, Qiming Venture, Pusicapital | Series C | 70                 |
| Zai Lab                            | Drug development R&D  | 09-03 | Sequoiacap, Qiming Venture, KPCB                          | Series A | 30                 |
| 北海康成<br>Canbridge<br>Life Science  | Bio-pharmaceutical company  | 12-05 | Qiming Venture  | Series A | 10                 |



## 2.6. 영화 및 문화콘텐츠

| Film                 | 장르  | Box Office<br>(백만위안) | Production Cost<br>(백만위안) | 수익률<br>(%) |
|----------------------|-----|----------------------|---------------------------|------------|
| Journey to the West  | 환타지 | 1,237                | 102                       | 485%       |
| Lost in Thailand     | 코메디 | 1,200                | 30                        | 1,600%     |
| The Monkey King      | 환타지 | 1,042                | 300                       | 139%       |
| So Young             | 드라마 | 700                  | 60                        | 467%       |
| The Continent        | 드라마 | 628                  | 60                        | 419%       |
| Tiny Times           | 드라마 | 483                  | 25                        | 773%       |
| The White Storm      | 액션  | 236                  | 120                       | 79%        |
| A Wedding Invitation | 드라마 | 190                  | 25                        | 304%       |

최근 들어 중국 영화 및 문화콘텐츠 시장은 이제 성장기에 진입하기 시작한 것으로 보인다. 중국 국민들의 여가 소비 수요가 늘면서 영화 및 문화콘텐츠 관련 산업이 활황을 보이기 시작하며, 영화 및 문화콘텐츠 분야에서 의미있는 수익률을 거두는 투자사례가 나타나고 있다. 매트릭스 파트너스가 투자한 영화 “The Continent(后会无期)”는 6천만위안 (9.8백만달러)의 제작비 대비 6.3억위안(1억달러)의 기록적인 흥행수입을 올린 바 있다. 이런 추세하에 다양한 문화콘텐츠 펀드들이 결성되고 있으며, 향후 이와 같은 펀드들은 점점 늘어날 것으로 보인다.

중국의 영화 시장은 2~3급 도시로 극장이 계속 확충되고 있고 중국 정부의 장려 정책과 낮아지는 영화 시장 진입장벽으로 양적인 성장이 불가피 할 것으로 예상된다. 아울러, 최근 대형 영화제작소들이 할리우드와 경쟁할 정도로 흥행성 높은 작품을 만들고 있어 질적으로도 한단계 업그레이드된 발전을 할 수 있을 것으로 기대된다.

중국 제작 영화 중 흑자를 내는 비율은 현재 전체의 20% 정도 수준이다. 하지만, 메인스트림에 있는 플레이어들과 함께 참여하는 프로젝트들의 경우 성공 가능성이 높은 것으로 파악된다. 아직 초기 단계라서, 투자 시 콘텐츠 시장에 대한 전문적인 이해 및 투명한 자금 관리 능력들이 필요하다. 또한 메이저 플레이어들과 함께 하는 작품들의 경우, 참여할 수 있는 진입 장벽은 이미 매우 높은 상황이다.

### 3. 종합 의견

2014년 중국 VC 업계에서 가장 관심을 받고있는 투자의 핫스팟 업종은 역시 인터넷 모바일 산업이다. 가장 많은 국내외 자금이 몰렸을 뿐만 아니라, 중국 스타트업 회사들의 대형 해외 IPO 및 M&A도 모두 이 산업에서 나왔다. 특히, 2014년에 중국 인터넷 모바일 산업내의 시장을 주도하는 선두 주자들이 대규모 펀딩과 본격적인 사업 모델 구축으로 자리를 잡기 시작했다. 이들 선두 업체들은 2015년에도 계속 급속한 성장을 해나갈 것으로 보인다.

물론, 이러한 섹터별 선두 업체들의 경우, 너무 과도한 밸류에이션과 실질적인 수익 창출 능력 여부에 대한 우려도 나오고 있다. 하지만, 이들 산업이 중국 경제의 큰 패러다임을 변화시키는 데 향후에도 주도적인 역할을 해나갈 것이라고 보는 것이 지배적 분위기이다. 이에 따라 이들 VC들의 중국 인터넷 모바일 스타트업 기업들에 대한 투자 확대는 당분간 불가피 할 것으로 생각된다. 중국 인터넷 모바일 산업에 있어 아직도 새로이 시작 가능한 사업 모델이나 각종 벤틀 영역 등에 새로운 가능성은 항상 열려있는 바, 이러한 새로운 영역의 발굴과 투자는 계속 진행될 것으로 전망된다.

또한, 인터넷·모바일 영역이외에도, 최근 이제 막 성장 단계에 들어서기 시작한 헬스케어 산업 및 문화 콘텐츠 산업 등에 대해서도, 빠른 시일내에 본격적인 성숙기에 들어갈 것으로 예상되는 바, 장기적인 전략을 가지고 현지 네트워크 구축을 해간다면 이 부문에서도 좋은 투자 기회를 만들 수 있을 것이다.

## 중국 ABS시장의 급성장이 주는 한국의 기회와 리스크

오 광 진\*

글로벌 자산유동화증권(ABS)증권 시장이 다시 활기를 띠고 있다. 2008년 미국발 금융위기의 도화선으로 서브프라임모기지(비우량주택담보대출)가 지목되면서 위축됐던 ABS시장이 살아나고 있는 것이다. 부실한 기초자산을 담보로 발행한 증권을 수 차례 포장해 이를 기초로 한 증권을 다시 발행하는 과정을 반복해 온 관행이 세계 금융시장을 위기에 빠뜨렸다는 비판에 철퇴를 맞은 지 5년여만에 다시 회복세를 타고 있는 것이다.

미국은 투명성 규제를 강화하는 방향으로 ABS 시장 부활에 나서고 있다. 투자자에게 투명한 정보 공개를 확대하는 미 증권관리위원회(SEC)규정이 4년여의 논의 끝에 지난 8월 발표됐다. 유럽연합(EU)은 경기침체 우려가 커지자 부양책의 하나로 ABS를 확대하고 있다. 후발주자인 중국 역시 경기둔화 속에 통화량을 늘리지 않고 유동성을 높이는 정책 수단으로 ABS 확대를 적극 시도하고 있다.

특히 중국의 ABS 시장은 규모는 작지만 빠른 성장속도를 보이고 있다. 현지 진출 한국 금융회사와 기업의 새로운 자금조달 수단이자 중국 자본시장에 투자하는 한국 투자자들의 새로운 투자대상으로 부상하고 있다. 중국이 자본시장 개방을 확대하는 단계에서 이뤄지는 ABS 시장의 성장배경과 그것이 한국에 주는 기회와 리스크를 짚어볼 필요가 있는 이유다.

\* (現) 한국경제신문 기자

## \* 고성장기 진입한 중국 ABS시장

중국 경제는 중고속 성장기에 진입했지만 ABS시장은 고속성장기에 들어서고 있다. 미국에서 1980년대 급성장한 ABS시장이 중국에서 본격 형성된 건 정부 규정이 처음 마련된 2005년 부터다. 하지만 2008년 글로벌 금융위기로 ABS 발행이 전면중단됐고 2012년 재개하는 우여곡절을 겪었다. 이후 빠른속도로 다시 가속페달을 밟고 있다.

2005년 이전엔 관련 법규나 규정이 없어 해외시장에서 ABS를 발행하거나 부실채권을 기초자산으로 한 증권 발행이 시범적으로 진행되는 수준에 머물렀다. 1992년 발행된 산야부동산투자증권이나 2001년부터 2004년까지 공상은행 등 중국 국유은행을 상대로 진행된 부실채권 증권화 시범사업이 대표적이다.

2005년 발표된 ‘신용대출자산증권화 시범관리방법’과 ‘금융기구신용대출자산 증권화 시범감독관리방법’이 ABS 시장의 법률적 기반을 만들었다. 2005년말 국가개발은행이 신용대출 자산을 기초로 41.7억위안 규모의 ABS를 발행하고, 건설은행은 개인부동산담보대출 자산을 모아 이를 기초로 30.2억위안 규모의 증권을 발행했다. 출발은 순조로웠다. ABS 시장은 2005년 171.32억위안에서 2006년 288.34억위안으로 크게 성장했다. 규제완화와 세제혜택 등의 유인조치에 힘입은 바 컸다. 2006년 5월엔 펀드회사의 ABS 투자도 허용됐다.

하지만 2008년 미국발 금융위기 이후 ABS가 금융시장 불안 진원지로 지목되자 중국 당국은 발행 허가를 전면 중단했다. ABS 재개 신호탄은 2012년 5월 인민은행 은행감독관리위원회 재정부가 공동 발표한 ‘신용대출 자산 증권화 시범확대’ 통지였다. 이후 2013년 3월 증권감독관리위원회가 ‘증권사 자산증권화 업무관리’를 발표하는 등 관련 규정이 잇따르며 시장을 키워갔다.

2012년 5월 중국 당국이 발표한 ABS 쿼터는 500억위안에 달했고, 2013년 8월엔 이 규모를 4000억위안으로 늘렸다. 실제 중국에서 발행된 ABS는 2012년 7.3억위안에서 2013년 231억위안, 2014년 상반기 1793억위안으로 급증하고 있다.

2014년 11월엔 은행감독관리위원회가 신용대출자산증권화업무를 심사비준제에서 등록제로 전환하는 내용의 통지를 발표했다. 은행들이 대출자산을 기초로

ABS를 발행할 수 있는 길이 크게 확대된 것이다. 중국에서는 호구제도 개혁을 기반으로 한 신도시화에 박차를 가하고 있다. 도시에 입주한 농민공에도 자녀 교육 등의 도시민 혜택을 줘야 한다. 재정부담이 커지는 이유다. 국가개발은행은 향후 3년간 신도시화에 25조위안이 소요될 것으로 예측했다. 자금수요가 커지는 만큼 유동성을 효과적으로 증대할 수 있는 ABS 수요도 덩달아 커질 것으로 전망된다. 중국에서 그동안 신용대출자산을 담보로 발행한 ABS규모는 2014년 8월 기준으로 총 1314.4억위안에 달했다. 2013년말 중국의 위안화 대출 잔액 72조위안에 비해 미미한 수준이다. 그만큼 성장잠재력이 크다는 얘기다. 미국에서는 2005년 ABS시장이 국채시장을 추월했다.

### \* ABS 시장 급성장 배경

중국 당국의 규제완화와 함께 특히 시진핑 정부 출범 이후 통화정책 변화가 ABS 시장 성장의 주요인으로 꼽힌다. 통화정책에는 두 종류의 'QE'가 있다. 하나는 '양적 완화(Quantitative Easing)', 다른 하나는 '질적 완화(Qualitative Easing)'다. 전자는 미국의 통화정책을, 후자는 중국의 정책을 뜻한다. 월렛 부이터 씨티은행 수석 이코노미스트는 최근 보고서를 통해 중국의 통화정책을 이렇게 진단했다. 양적 완화는 단기금리가 제로에 가까워 전통적인 통화정책을 통한 경기 부양이 힘들 때 중앙은행이 국채 매입 형식으로 돈을 풀어 경기를 띄우는 비전통적 부양책이다.

질적 완화는 중앙은행의 전체 자산 부채 규모를 유지하면서 위험성이 높은 자산을 늘리는 식으로 자산 부채 구조를 조정하는 것이다. 상대적으로 리스크가 큰 곳에 더 돈이 흘러가도록 하는 것이다. 중국 정부가 농촌과 중소기업 대출을 위주로 하는 은행들에 한해 지급준비율을 낮춘 게 대표적이다.

질적 완화는 씨티은행의 전문가가 만든 말이지만 사실 리커창 중국 국무원 총리가 2013년 3월 취임한 이후 줄곧 강조해 온 '기존 자금 활성화(盤活存量)'라는 원칙과 다르지 않다. 배경엔 미국에 비해 과도한 통화공급 리스크에 노출된 중국의 현실이 있다. 중국의 총통화(M<sub>2</sub>) 잔액은 1990년 말 1조5293억 위안에 불과했지만 2009년 8월에는 57조6670억 위안을 기록해 미국을 추월했다.

2013년 3월 말엔 중국의 M<sub>2</sub> 잔액이 처음으로 100조 위안을 돌파했다. 2009년부터 2012년까지 전 세계 M<sub>2</sub> 신규 증가분 중 중국이 47%를 차지했을 정도다.

하지만 리 총리 취임 이후에도 M<sub>2</sub> 증가세는 쉽게 꺾이지 않았다. 지난 6월 말 M<sub>2</sub> 잔액이 120조 위안을 넘어선 것이다. M<sub>2</sub> 증가율(전년 동기 대비 기준)도 작년 4월 16.1%에서 올 3월 12.1%로 둔화됐지만 다시 상승세로 돌아서 지난 6월 14.7%까지 올랐다. 올해 중국 정부의 M<sub>2</sub> 증가율 억제 목표치인 13%를 다시 뚫은 것이다. 블룸버그통신이 산출하는 중국의 통화환경지수도 올 2분기에 2012년 3분기 이후 가장 큰 폭으로 상승했다. 중국의 통화정책 완화 수준이 2년 내 가장 높다는 것을 의미한다.

M<sub>2</sub> 추세에 주목하는 이유는 과도한 통화공급의 잠재 리스크 때문이다. 통화량 급증은 인플레이션 우려를 키워 거시정책의 효율을 떨어뜨리는 주범으로 지목되기도 한다. 중국이 2010년과 2011년에 긴축정책을 폈지만 별 효과를 보지 못했다는 평가를 받는 것도 통화가 너무 많이 풀린 때문이라는 지적이다. 과도하게 통화가 풀린 상황에서는 행정적인 부동산 규제가 조금만 완화돼도 다시 가격 거품이 형성될 수 있다는 우려도 제기된다.

문제의 심각성은 위안화 환율 안정을 위해 달러를 매입하는 과정에서 풀리는 위안화가 적지 않은 데다 중국에서 대출 증가가 국내총생산(GDP) 성장에 기여하는 수준이 갈수록 떨어지고 있다는 데 있다. 블룸버그통신에 따르면 올 상반기 중국에서 1달러 대출은 20센트 수준의 GDP 증가에 기여했다. 2007년 1분기만 해도 1달러 대출당 GDP 증가 기여분은 83센트에 달했다. 리 총리가 돈의 효율적인 운용에 역점을 두는 기존 자금 활성화 정책에 힘쓰는 이유다. 2014년 11월 국무원 상무회의에서 기업의 용자부담을 줄이기 위한 10대 조치 중 하나가 신용대출자산증권화를 통한 기존자금 활성화였다. 정부로서는 재정 부담을 줄이면서 통화정책 완화 효과를 볼 수 있는 묘수인 것이다.

이와 함께 ABS 시장의 성장은 기업의 용자부담과 은행의 금융리스크를 모두 줄이는 효과를 기대할 수 있다. 그림자금융의 대안이 될 수 있다는 점에서다. 현재 중국 금융의 뇌관으로 지목되고 있는 그림자금융의 상당수가 은행의 대출자산을 신탁회사로 이전하고 이를 기초로 발행한 증서를 유통시키는 형식이다.

문제는 ABS에 비해 유통과정이 길어지다 보니 기초자산을 제공하는 발행기업의 금리 부담이 커진다는 데 있다.

ABS와 중국금융시장 ”그림자 금융은 투자자의 수익률은 연간 10% 수준인데 신탁회사 수수료 등을 더해 실제 자금을 빌린 기업이 부담하는 금리는 연간 14%이상에 달하고, 신용위험이 큰 대출기업의 금리부담은 연25%에 달한다. (ABS와 중국금융시장) 금리부담이 클수록 자금을 빌린 기업의 고수익 추구 경향이 커진다. 그래야 수지를 맞출 수 있기 때문이다. 고수익 사업은 기본적으로 높은 리스크를 동반한다. 그림자금융으로 조달된 자금이 상대적으로 이윤이 작은 제조업 보다 부동산 시장으로 흘러들어간 이유다. 특히 ABS는 최소 2곳이상의 신용평가기관의 평가를 받아야하지만 신탁증서는 그럴 필요가 없다. 또 신탁증서의 만기는 12-18개월이 많아 상대적으로 장기인 ABS(12개월에서 5년)에 비해 채용자 리스크가 있다. 만기도래가 잦아 이를 갚아야할 때 못 갚을 수 있는 리스크가 크다는 것이다. 그림자금융이 금융리스크를 키운다는 지적이 나오는 배경이기도 하다. 특히 그림자금융의 경우 조달된 자금의 용도가 불투명하다는 지적도 받는다. ABS 활성화를 그림자금융의 양성화로 보는 시각도 그래서 나온다.

## \* 한국의 기회와 리스크

중국 진출 한국 은행들은 예대비율(예금의 75%까지만 대출)에 묶여 신탁이 크게 부족한 상황이다. 올들어 중국 증시 급등으로 중국은행들의 예금마저 이탈할만큼 예금의 매력도가 떨어져 한국은행들의 자금난이 심화되고 있다는 지적이다. ABS는 은행들의 유동성 긴장을 해소할 수 있는 주요한 수단중 하나다.

은행뿐이 아니다. 자동차 할부금융에 나서는 기업에도 ABS는 유동성을 확대할 수 있는 수단이 된다. 2014년 6월 동평닛산자동차금융은 7.16억위안의 자동차담보대출을 자산으로 한 증권을 발행했다. 폭스바겐자동차금융(6월, 8억위안), 포드자동차금융(5월, 8억위안), 도요타자동차금융(5월, 8억위안)의 중국 내 ABS 발행에 이은 것이다. 특히 폭스바겐자동차금융이 2014년 6월 8억위안의 ABS를 발행했을 때는 피치로부터 신용등급을 받아 중국 ABS로서는 처음으로

국제기구에서 평가를 받았다는 기록을 세우기도 했다.

중국 정부는 최근 외국인투자지도목록을 개정하면서 재무공사 설립을 투자제한대상에서 해제했다. 다국적기업의 중국내 재무공사 설립이 쉬워지는 것이다. 한국의 대기업들도 재무공사를 설립하고 이를 통해 ABS를 발행해 손쉽게 자금을 조달하는 방안을 검토해 봄직 하다. 중국 진출 기업들로서는 자금조달원이 확대되는 것이다.

한중 양국이 자유무역협정(FTA) 실질적 타결을 선언했지만 금융에 대해서는 추가협상 여지를 남겨놓고 있다. 한국 정부로서는 한국의 금융회사와 기업들이 중국에서 다른 나라 다국적기업에 비해 ABS를 더욱 손쉽게 발행할 수 있도록 선(先)개방을 요구하는 노력이 필요해 보인다.

투자측면에서도 한국에는 기회가 될 수 있다. 중국의 ABS는 80%가 은행간 채권시장에서 유통됐다. 하지만 증권거래소에서 유통되는 물량도 점차 생겨나면서 위안화적외국인기관투자자(RQFII)와 적격외국인기관투자자(QFII)가 손쉽게 투자할 수 있는 길이 열렸다는 지적이다. 2014년 6월 평안은행이 소액소비대출 자산을 담보로 발행한 ABS(26.31억위안)는 상하이증권거래소에 상장하는 식으로 유통됐다. 신용대출 자산을 담보로 발행한 증권이 거래소에 상장한 것은 처음이다. 거래소 측은 ABS에 대한 마켓메이커제도 도입을 검토하는 등 거래 활성화를 추진중이다.

물론 중국 ABS시장의 리스크도 존재한다. 중국은 S&P나 무디스를 둔 미국처럼 독립적이고 믿을만한 신용평가기관을 키워야하는 과제가 있다. 당장은 중국이 우량신용등급의 대출자산을 위주로 ABS를 발행하고 있지만 그 대상이 확대될수록 신용평가 기관의 등급 부여가 중요한 투자 참고지표가 될 수 있기 때문이다.

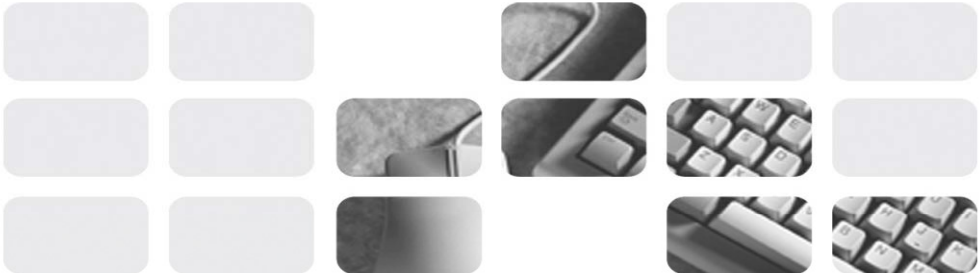
이와 함께 발행기업과 해당 증권간 리스크를 격리하는 제도적 장치도 필요하다는 목소리가 나온다. 미국처럼 ABS의 담보자산을 특수목적법인에 매각하는 식으로 발행기업과 분리해야 한다는 것이다. 발행기업이 파산할 경우 채권자들이 ABS의 담보자산을 몰수할 가능성을 차단하기 위해서다.



# 중국 금융 핫이슈

---

- 9. 중국의 핀테크 현황과 펀드상품 사례
- 10. 후강통이 한국자본시장 미래에 던지는 시사점
- 11. 후강통, 기회 속에 유의할 점





## 중국의 핀테크 현황과 펀드상품 사례

정유신\*

### 1. 중국의 모바일금융 현황

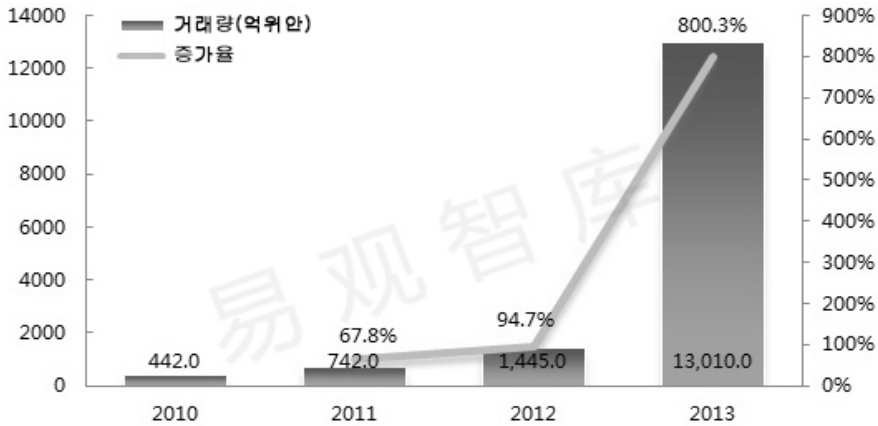
미국에서 시작된 핀테크(Fintech), 모바일금융 열풍이 중국에서도 거세게 확산되고 있다. IT기업들이 모바일을 통해 금융시장으로 대거 진출하고 있기 때문이다. 시장규모도 규모지만 분야가 결제에서 대출, 자산운용 등으로 계속 확대되고 있어 중국 내외의 비상한 관심을 모으고 있다.

예컨대 중국 모바일시장의 가장 기본이 되는 모바일결제시장 규모는 2011년 12조원, 2012년 24조원에서 2013년엔 약 240조원으로 무려 10배 급성장했다. 이는 작년 중국 전자상거래 1,900조원의 16.8%, 중국 소매 4,000조원의 8%다. 10년 전 만해도 모바일결제는 전자상거래의 0.2~0.3%, 소매금액의 0.1%에 불과했다. 한마디로 중국 모바일 결제시장은 폭발적인 성장단계에 진입한 양상이다.

결제방식도 ‘스마트월렛(手机钱包)’, 앱 결제(In App Purchase), 모바일 카드 결제 단말기, QR코드 결제, NFC(근거리 통신기술) 결제 등 새롭고 다양한 방식이 빠른 속도로 발전 중이다. 시장조사기관 이관(易觀) 리서치에 따르면 시간이 갈수록 이들 새로운 방식이 기존의 결제시스템을 완전히 대체할 거라고 한다.

\* (現) 서강대학교 경영학부 교수

〈그림 1〉 2013년 중국 모바일 결제 거래량 규모



자료 : EnfoDesk © Analysis International

모바일대출도 활발하다. 금년 들어선 매월 전월대비 10% 이상 늘어나 금년 모바일대출은 약 5천억 위안(90조원)으로 작년대비 110% 가량 늘어날 거로 예상된다. 특히 모바일을 이용한 자산운용은 최근 1~2년간 급격히 증가하고 있다. 정확한 통계는 나오지 않고 있으나, 시장에선 결제자금을 활용하는 펀드만 150조원 이상일 것으로 본다.

## 2. 대표적인 핀테크업체

그럼 중국의 핀테크 열풍은 누가 주도하고 있다. 업계에선 지난 9월 19일 뉴욕에 상장된 알리바바를 첫 번째 주자로 꼽는다. 알리바바의 핀테크 핵심은 2004년 시작한 전자상거래 결제시스템인 ‘알리페이’. 10년 만에 회원이 중국만 무려 3억, 해외에도 240여국에 5,400만이나 된다고 한다. 이젠 알리페이를 통한 결제금액이 하루 평균 106억 위안(1.2조원)으로 중국인 하루 소비액의 17%나 된다고 하니 알리페이의 영향력이 어느 정도인지 알만하다. 또 알리바바를 단박에 글로벌 핀테크 리더로 등장시킨 상품, 위어바오(餘額寶)도 빼놓을 수 없다. 작년 6월 출시된 지 불과 1년여 만에 가입자 9천만, 규모 100조원으로 늘어나 MMF(Money Market Fund) 단일펀드론 중국 1위, 세계 4위에 등극했다. 알리페이로 결제하고 남은 자투리 돈을 모아 운용하는 펀드가 이 정도 규모까

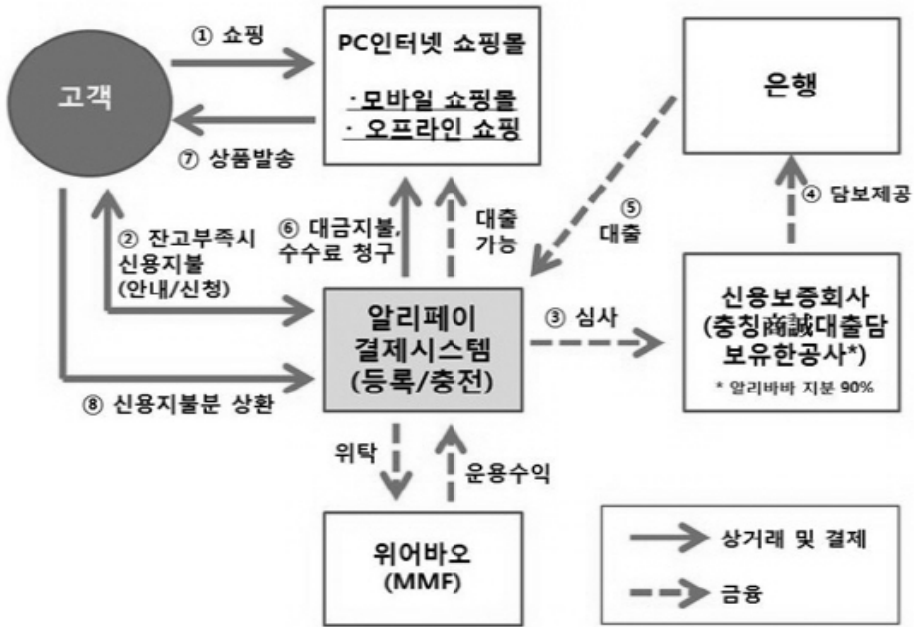
지 컸으니 알리페이 회원증가에도 단단히 한 몫한 셈이다.

도대체 알리바바가 텅신 등 강력한 인터넷포탈들을 제끼고 중국 핀테크시장의 최강자로 자리매김한 이유는 뭘까. 전문가들은 중국은 물론 세계 최대 전자상거래업체에서 나오는 대규모 모바일금융수요를 첫 번째 이유로 꼽는다. 알리바바는 1999년 기업간 B2B모델인 알리바바닷컴에서 시작해서 기업과 소비자간 거래 B2C모델인 티몰, 소비자들끼리의 C2C모델인 타오바오(淘宝), 기업거래에다 소비자까지 택배로 연결한 B2B2C모델 알리익스프레스, 온라인결제 알리페이, 게다가 온갖 정보를 제공하는 알리원까지 소위 ‘전자상거래 생태계’를 구축한 것으로 평가받는다. 일단 알리바바 사이트만 들어가면 온갖 거래가 가능한 데다, 그것도 원스톱서비스다. 따라서 고객으로 남을 가능성이 높고 고객충성도도 높다. 이 생태계 구축효과는 대단해서 중국에서 알리바바닷컴과 타오바오의 전자상거래점유율은 이미 80% 이상이다. 따라서 엄청난 규모의 결제는 물론 대출 등 다양한 모바일금융니즈도 발생하기 마련이다.

둘째, 중국여건에 맞는 결제시스템을 구축한 점이다. 하나는 제 3자 담보결제. 중국은 지금도 그렇지만 알리페이를 시작하던 2004년엔 특히 온라인쇼핑에 대한 신뢰가 낮았다. 따라서 알리페이가 소비자가 물건을 확인한 후에 판매업자에게 돈을 보내는 결제시스템을 구축한 것은 시장에서 폭발적인 호응을 얻었다. 다른 하나는 전자상거래 때 연회비만 받는 것. 이는 결제 때마다 수수료를 받는 이베이(e-bay)와 달리 1년에 한번 연회비만 받는 것으로, ‘고객만 늘릴 수 있다면 돈은 따라온다’는 마윈회장의 전략에 따른 것이다. 결국 그 생각은 적중해서 이베이는 중국에서 철수했다.

셋째, 중국 금융시장의 비효율성을 파고든 알리바바의 과감한 전략도 중요하다. 어떻게 전자상거래업체가 만든 펀드, 위어바오가 1년 만에 100조원까지 늘어날 수 있었을까. 시중자금난으로 시장금리가 13~14% 고공행진하고 있는데도 3~4%에 머물고 있는 은행상품시장을 파고들었기 때문이다. 형편없는 금리에 불만을 갖고 있던 중국 전역의 소비자들이 앞 다투어 펀드에 가입한 것이다. 물론 당국으로도 이들 인터넷펀드 수요 덕분에 금리가 떨어지고 은행들도 떠밀려 상품개발경쟁에 나섰으니 싫을 리가 없다.

〈그림 2〉 중국 알리페이 서비스 제공 메카니즘



물론 알리바바에서 시작된 핀테크 상품개발은 대형 인터넷포탈업체의 경쟁과 이제껏 꿈쩍 않던 기존 은행들의 행동 변화도 촉발하고 있다. 중국 최대 인터넷업체인 텡쉰(騰迅, Tencent)은 회원 5억의 웨이신(微信, WeChat)에 주요 은행들 계좌를 연동시켜 모바일결제시스템인 텐페이를 개발했고, 위어바오보다 늦었지만 지난 1월엔 리차이통(理財通) 펀드를 출시, 지금은 5조 가까이 늘어나고 있다. 중국의 검색 1위 업체 바이두(百度)도 작년 10월말 바이파(百發) 펀드출시 하루만에 10억 위안을 모아 화제를 뿌렸었다.

물론 모바일금융시장 규모의 빠른 확대로 시장점유율과 수익을 위협받고 있는 전통 은행들도 위기극복을 위해 예금금리의 인상, 경쟁력 있는 신상품개발, IT업체와의 제휴로 모바일금융시장 진출 등으로 도모하기 시작하고 있다. 예컨대 올해 1월 3일 중국 우체국은 웨이보(微博)은행 등 인터넷은행과 제휴, 모바일서비스를 잇달아 출시했고, 2월 19일엔 베이징은행과 샤오미(小米)가 모바일결제 및 간편대출 협약을 체결한 바 있다.

〈표〉 중국 IT업체의 금융진출

|      | 설립 시기 | 업 종   | 금융진출 내용  |
|------|-------|-------|--|
| 알리바바 | 1999년 | 전자상거래 | - 지급결제서비스 알리페이 출시(2004)<br>- 건설은행과 제휴 e-대출서비스(2007)<br>- MMF 위어바오 출시(2013.6) |
| 팅센   | 1998년 | SNS   | - 지급결제서비스 텐페이 출시(2005)<br>- 위챗에 결제송금기능(2013.8)<br>- 민영은행사업자 승인(2014.7)       |
| 바이두  | 2000년 | 검색포털  | - 온라인전용MMF 바이파 출시(2013.10)<br>- 전자지갑 바이두월렛 출시(2014.4)                        |

그럼 향후 중국의 핀테크 열풍은 어떻게 될까. 물론 일각에선 국유은행들의 강력한 반발, 인터넷금융의 보안이슈 등 때문에 제약이 많을 거라고 한다. 하지만 그동안 돈을 많이 풀어 은행대출 확대에 부담이 많은 중국정부로서는 자투리 돈을 모아 운용도 하고 중소기업 자금난도 해결해주는 인터넷금융이 미울 리 없다. 또 효율적 자금운용으로 중국정부가 원하는 개인소득향상과 소비확대에도 기여하고 있는 게 현실이다.

게다가 중국은 소비 진작책에 힘입어 소비증가가 성장률목표 7%보다 높은 10%, 특히 그중에서도 온라인소비가 빠르게 늘어날 전망이어서 향후 핀테크수요는 어느 나라보다도 급증할 것으로 본다. 따라서 핀테크 열풍과 업체경쟁은 더 뜨거울 거라는 게 시장평가다.

이미 IT업체들은 모바일서비스를 다양화해서 생활 구석구석으로 파고들고 있다. 예컨대 알리페이는 최근 상하이 제일부녀영아보건병원과 모바일 의료서비스인 '미래의 병원' 서비스를 준비 중이다. 이게 출시되면 환자들은 접수를 위해 줄을 설 필요가 없고 지갑 없이 진료를 받을 수 있다. 또 IT업체들은 교통 서비스도 출시했다. 스마트폰 가입자가 앱을 다운로드 받으면 중국 35개 도시 대중교통을 자유롭게 이용할 수 있다.

해외진출과 M&A도 더욱 거세질 전망이다. 알리바바의 마윈회장은 최근 향후 적극적인 M&A로 새로운 수익모델을 만들어 세계시장 진출을 확대하겠다고 밝힌 바 있다. 이는 중국정부가 추진하는 중국 민간기업을 통한 해외 우수기업 M&A정책과도 맥을 같이 하기도 한다.

또 금융기관과는 경쟁과 협력이 병행될 전망이다. 은행 등 금융기관들은 이

들 IT업체의 수익성과 편리함을 갖춘 금융상품과 경쟁하기 위해 한편으론 신상품개발에 뛰어들고, 또 한편으론 경쟁력 있는 IT업체와 제휴할 것으로 예상된다. 아무튼 그 과정에서 은행, 자산운용업계에 커다란 변화와 어찌면 우리나라 보다 훨씬 빠른 금융의 IT화, 거대한 인터넷금융기관이 출현될 가능성도 있다는 게 전문가들 평가다.

### 3. 핀테크 펀드상품 사례

#### 가. 알리바바의 위어바오(餘額寶)

알리바바가 출시한 위어바오는 알리바바그룹 산하의 알리페이 잔액을 효율적으로 관리운용하기 위한 펀드다. 2013년 6월 13일에 업무가 시작됐다. 사용자는 위어바오를 통해 높은 수익을 받을 뿐 아니라, 수수료 없이 언제든지 물건을 사고 결제할 수 있으며, 계좌이체도 가능하다. 알리페이 홈페이지에 들어가면 다양한 재테크상품을 열람하고, 직접 구매할 수도 있다. 위어바오에 입금한 자금은 다음 근무일에 운용사가 입금을 확인하고 운용과 수익배당을 자동으로 계산한다. 최소입금단위는 1위안, 최소출금단위는 5만 위안이다. 위어바오의 장점은 위어바오에 입금한 자금이 상대적으로 고수익일 뿐 아니라 언제나 소비를 할 수 있는 편리성이다. 2014년 상반기엔 이자배당이 연 7%까지 가기도 했으나 그 후 단기금융시장의 금리하락으로 지금은 4%대 전후이다.

#### 나. 텐센트의 리차이통(理財通)

리차이통은 텐센트가 위챗(Wechat) 고객을 대상으로 개발한 핀테크 플랫폼이다. 운용하고 있는 MMF는 총 4개로 ChinaAMC(华夏基金), CUAM(汇添富基金), EFUND(易方达基金), GF FUND(广发基金) 등이다. 또 다른 펀드를 출시하기 위해 테스트 중에 있다고 한다. 구조는 위어바오와 유사하고, 최소입금단위는 0.01위안, 최소출금단위는 25만 위안이다. 후발주자이고, 알리바바와 같은 실수요자 고객을 갖고 있지 않아서인지 잔액이 80억 위안 (1.5조원)으로 위어바오보다는 훨씬 적다.



### 다. 바이두의 바이파

2013년 10월 28일 바이두도 “바이두금융센터-재테크”플랫폼을 정식 오픈했다. 바이파(百发)는 바이두금융센터가 발표한 첫 번째 핀테크 펀드상품이다. 바이파는 많은 금융기관과 협력해서 기존 금융상품의 디자인, 포장, 판매, 서비스 등 여러 면에서의 변화와 혁신을 추구하고 있다. 작년 11월 현재 펀드잔액은 250억 위안(약 4조원)에 달하고 있다. 최소입금단위는 리차이퉁처럼 0.01위안, 최소출금단위는 리차이퉁보다 훨씬 낮은 5만 위안이다.

### 라. 알리바바의 위러바오(阿里娱乐宝)

알리바바의 위러바오는 알리바바의 디지털 엔터테인먼트(entertainment) 사업부가 금융기관과 협력해서 개발한 펀드상품이다. 사용자가 보험 등 재테크 상품에 가입하면 엔터테인먼트 쪽에도 투자할 수 있게 한 상품이다. 네티즌들이 100위안의 소액만 출자해도 관심 있는 영화나 드라마에 직접 투자할 수 있어서 영화팬 등에게 인기가 있다. 중국의 영화산업수익이 좋기 때문에 기대수익률도 연 6~7%로 상당히 높고, 촬영장 방문, 배우들과 만나는 기회도 있다. 2014년 3월 26일부터 개시됐다.

위러바오의 첫 번째 보험 파트너사는 귀화런서(国华人寿)다. 네티즌이 귀화런서의 보험상품을 구매하면, 그 자금은 영화 등 문화산업에 투자된다. 수익률도 수익률이지만 팬들에게는 영화 드라마 제작진과의 만남, 영화시사회 티켓, 전자잡지, 스타의 사인, 사진, 영화 드라마에서 나온 물품의 경매, 촬영지여행 등의 이점이 있다. 팬들은 투자부터, 촬영 진도, 스타와의 커뮤니케이션, 개봉까지 모두 참여 가능하다. 또 배우, 감독도 평가한다. 향후 이들의 의견 등은 문화산업의 빅데이터를 만들 것이며, 새로운 문화산업 방향을 제시할 것이라고 한다. 위러바오와 제휴된 영화회사론 중국영화그룹(CFCC), 보나영화그룹(BONA), 완다(WANDA), 와이(HBMG) 등이 있다.



## 후강통이 한국자본시장 미래에 던지는 시사점

유재훈\*

지난 4월 10일, 홍콩증권거래소(HKEX)와 중국증권감독관리위원회(CSRC)는 공동성명을 통해 6개월 뒤인 10월 후강통이 시행될 것이라고 발표했다. 그러나 모두들 예상했던 10월 26일에는 그 문이 열리지 않았고, 우여곡절 끝에 11월 17일 SFC와 CSRC의 공동 승인으로 후강통의 문이 열리게 되었다. 시가 총액 세계 6위(홍콩증권거래소)와 세계 7위(상해증권거래소)의 연계를 통해 NYSE와 NASDAQ의 뒤를 잇는 세계 3위 증권시장이 아시아에서 태동된 것이다. 물론 거래한도(3000억 위안, 일일한도는 130억 위안)가 존재하나 RQFII나 QFII 한도와는 독립적으로 운용되는 것이고, 2014년 11월 현재 중국정부가 11개 위안화 역외허브에 할당한 전체 RQFII쿼터(8,200억위안)의 36%에 해당되는, 투자허가를 따로 받을 필요가 없는 對중국 투자한도가 새로 마련되었으니 모두들 흥분할 만하다 하겠다. 아니나 다를까 11월 17일 그 문이 열리는 첫날, North Bound 일일한도는 시장 마감 1시간전인 오후3시에 소진되었다.

또한 중국 재정부는 후강통과 중국 자본시장 개방의 건강한 발전을 위한 조치의 일환으로 세금문제도 해결하였다. 주식거래에 따른 차액에 대한 개인소득세를 3년간 면제해 주기로 지난 11월 14일 전격 발표했기 때문이다. RQFII나 QFII 투자에 대해서도 기업소득세를 면제해 주기로 하면서 정책의 일관성을 확보하였다. 홍콩 정세 불안 등과 관련하여 개통시기가 많이 늦어질 것이라는 세간의 예상을 뒤엎고 원래 목표일인 10월 26일보다 약 20일 가량 늦은 비교적 이른 날짜(?)에 업무를 개시했다. 아마도 중국정부가 중국 자본시장 개방과 관

\* (現) 한국예탁결제원 사장

련하여 대외에 약속했던 계획과 일정들에 대한 확실한 의지를 보여주고, 국제적 신뢰를 최대한 확보하기 위함이 아닌가 생각 된다.

후강통은 위안화 국제화 추진관련 상해와 홍콩이 각각 수행하고 있던 지역적 역할의 결합체를 이루었다. 중국은 자본시장 개방 및 위안화 국제화에 있어서 상해와 홍콩을 쌍두마차로 생각하고 있다. 모두 알고 있지만 상해는 위안화 최대 On-Shore 금융지역이고 자본거래에 있어서 위안화의 주요 외부 유출기능을 담당하고 있다. 위안화가 국제적으로 완전 태환 화폐가 된다면 상해는 위안화 국제화를 기반으로 한 국제적 금융도시가 될 것이다.

홍콩은 Off-Shore에서 위안화 최대 금융도시이고 주된 역할은 안정적이고 지속적인 위안화의 유입을 담당하고 있다는 점이다. 이런 지정학적 관점에서 본다면 후구통(North Bound)과 강구통(South Bound)의 연계는 위안화의 국제화와 더불어 두 금융 중심지의 기능 강화와 위상을 더욱 공고히 하는 계기를 마련한 것으로 평가된다.

한국 개인투자자들은 외화주식투자를 직접 투자방식(직구)으로 매우 활발히 수행한다. 이는 다른 나라의 개인투자자와 비교해서 매우 구별되는 특징인데, 예탁결제원을 통해 개인투자자들이 해외의 주식에 투자하는 금액은 2014년 10월말 현재 약 80억불에 이른다. 올해 개인투자자들이 가장 관심을 많이 가진 것은 홍콩에 상장된 중국 기업주식이다. QFII나 RQFII는 기관투자자들에게 허용된 방법이라 개인들은 펀드를 이용하는 간접투자로 중국 본토주식에 투자하거나 홍콩에 상장된 중국기업의 “직구”외에는 대안이 없었는데, 이제 중국정부의 자본시장 개방 업그레이드 버전인 후강통이 개통됨에 따라 우리나라 증권사들이 지난 1990년대 후반부터 정교하게 만들어서 서비스 하고 있는 HTS와 연계된 후강통 투자채널을 통해 직접 중국 A주식에 투자할 수 있게 되었다.

후강통의 특징 중 이야기 하고 싶은 점은 연계대상의 확장성이다. 우선 투자대상의 확장이다. 후강통은 현재 주식만 거래할 수 있으나 그 투자 대상을 채권 등으로 확대한다면 기존 연계 플랫폼을 활용할 수 있기 때문에 기존시장과의 통합처리로 규모의 경제를 달성 할 수 있고, 투자비용이 절감되며, 창구의 단일화로 시장 효율성을 제고할 수 있다.

동시에 연계지역의 확장이다. 블룸버그등 외신들에 의하면 선강통 즉, 선전과

홍콩증시간 연계지역의 확장과 관련된 내용이 보도되고 있다. 연계대상도 중국 내의 증권거래소와 홍콩간의 연계로만 한정되지 않을 것 같다. 지난 9월 언론 보도에 의하면 대만증권거래소와 싱가포르증권거래소가 매매, 청산 및 결제 등을 포함한 후강통방식의 상호 연계를 위한 공동연구에 착수했기 때문이다. 대만과 싱가포르 모두 위안화 역외허브로서의 상당한 경쟁력을 보유하고 있기 때문에 많은 국제투자자들의 관심을 자아내고 있는 것으로 알려지고 있다. 머지않은 미래에는 후강통의 기본개념이 확장된, 즉 단일통화 기반의 양자간 연계 방식에서 복수통화기반의 다자간 연계방식으로 보다 진보한 형태의 시장연계모델도 등장할 수 있을 것으로 예상된다.

또 다른 특징은 청산결제업무를 예탁결제원 연계방식으로 제공하면서 저렴하고 안전하게 개인투자자들이 국제거래를 수행할 수 있게 되었다는 점이다. 기존에는 청산결제나 권리행사 관계로 비싼 비용이 수반되는 Global Custodian을 이용해야 했기 때문에 개인투자자들은 국제간 거래의 직접 참여에 주저할 수 밖에 없었다. 물론 우리나라 투자자들은 예외이나, 주요국의 개인투자자들은 직접투자 대신 펀드나 ETF를 주로 활용하는 간접투자방식을 선호해 왔으며 그 원인중 Global Custodian 관련 고비용구조가 작용했음을 부인할 수 없다. 그러나 후강통은 역내 주문플랫폼(상해 증권회사)과 역내 청산결제 플랫폼(중국 예탁결제원)을 통해 역외거래(홍콩거래소 상장주식)를 할 수 있게 되었으니, 이는 개인투자자들에게 기존에 경험할 수 없었던 저비용·고효율의 역외거래 업무수행 환경을 제공함으로써 국제간 거래의 대중화 계기를 마련했다고 평가하고 싶다. 특히 내년부터 시행될 것으로 예상되는 RQDII, 즉 중국 개인투자자들의 해외투자 자유화가 이루어진다면, 후강통을 뛰어 넘는 전세계 증권시장에 상장되어 있는 우량주식을 상대로 한 중국 투자자들의 강력한 중국발 직구 붐을 기대해 봄도 좋을 듯 싶다.

이런 관점에서 본다면 후강통은 예탁결제시스템에 많은 시사점을 주고 있다. 위에서 언급한 것처럼 확장성 측면이나, 저비용·고효율의 인프라 제공을 통한 거래 비용축소, 규모의 경제효과 달성 등이 그것이다.

사실, 개인투자자들을 위한 국제간 거래의 저비용·고효율화는 한국예탁결제원이 선두주자에 속한다.

우선 CSD연계방식으로 홍콩 HKMA와 상호 계좌를 개설하여 우리나라 투자자들의 홍콩 채권 투자와 홍콩투자자의 한국채권 투자에 따른 청산결제를 지원한 바 있다. 또한 일본 예탁결제원인 JASDEC과 상호 계좌를 개설하여 ETF의 일본증시 상장 및 권리행사를 지원하고 있다.

또한 증권회사와 개인투자자들을 위해 Global Custodian을 활용한 외화증권 예탁결제시스템을 1994년부터 운영하고 있다. 우리나라 투자자들이 투자하고 있는 세계 37개 국가의 약 5천종목, 약 140억불에 해당하는 증권들을 4개의 Global Custodian을 이용해 처리하고 있다.

후강통을 통해 중국 On·Off Shore가 연결되는 위안화 환류구조가 만들어졌다. 이 환류구조가 좀 더 다양해진다면, 즉 앞에서 언급한 것처럼 RQDII 프로그램을 통해 중국개인투자자가 한국주식시장에 직구형태로 참여한다면 우리나라 관광시장에서 중국인이 차지하는 위력(해외관광객중 36%가 중국인)처럼 한국 자본시장에 미치는 영향은 대단할 것이다.

후강통은 한국증권시장과 중국증권시장간의 직통 고속도로가 생길수 있음을 보여준다. 이의 실현여부는 우리가 앞으로 하기에 달렸다.

## 후강통, 기회 속에 유의할 점

정진표\*

중국 증권시장이 한국인들에게 요즘처럼 관심 받고 사랑 받아 본지가 언제일까?

중국관련 I 펀드로 인해 수많은 투자자들이 중국 펀드라고 하면 이를 갈던 때가 엇그제인데 지금은 마치 중국시장 밖에 대안이 없다는 분위기이다.

중국 증권시장이 3300포인트를 넘었다.

2011년 4월 이후 처음이다. 그러나 3년 전의 분위기와 사뭇 다르다.

하루에 90조원이 거래가 되고, 증권사 객장에는 신규 계좌를 개설하려는 고객들로 장사진을 이루고 있다.

2014년 상반기까지만 해도 부동산 경기 부진, 성장률 둔화, 그림자 금융 등의 우려로 지지부진한 흐름을 보였고, 글로벌 경기의 침체로 중국 경제마저 무너지는 것이 아닌가 걱정을 했던 시장이었는데 지금의 모습은 대단한 반전이라 투자자들은 느낀다.

이 반전 드라마의 재료는 무엇이었을까?

단연코 금리인하 실시와 후강통, 그리고 아직 발표하지 않은 증권시장 활성화 대책에 대한 기대심리가 아닐까 싶다.

\* (現) 현대증권 무역센터WMC 근무





금융주는 후강통 개시일인 11월17일부터 12월 9일까지 34%나 올랐다. 산업주(15.64%), 소재주(14.09%) 등 다른 업종과는 상당한 격차를 보였다. 금융주의 약진은 후강통 시행과 맞물려 때마침 실시된 금리인하 정책 발표 영향이 컸다. 11월 21일 중국인민은행이 2년 5개월 만에 기준금리 인하를 단행한 이후 다수 생명보험사와 증권사의 주가 수익률이 높게 나타났다. 이는 금리 인하와 향후 증권 거래 증가에 따른 실적 개선 기대감의 영향으로 봐야겠다.

## 외국인 투자의 확대

후강통의 투자 한도는 지속적으로 확대 될 것으로 보인다.

후강통이 현재는 투자한도의 절반 이하의 수준에서 거래되고 있지만 2015년에 중국 증시가 MSCI 지수에 편입이 되거나, 당일 매수한 종목을 매도할 수 있는 재매매제도가 허용하게 되면 투자 한도는 바로 넘어 설 것으로 보인다.

그러다 보면 더 많은 투자자들이 중국 주식시장에 관심을 가지게 되고 GDP 대비 낮은 시가총액 규모, 신흥국 대비 높은 배당성향과 배당 수익률, 저평가된 밸류에이션 등으로 중국 증시는 더욱 더 매력적인 시장으로 바뀌게 될 것으로 보인다.

한도 확대 이후 중국 정부가 취할 수 있는 조치로 예상되는 것은 심천거래소의 추가 개방일 것이다. 후강통과 비슷한 구조로 오픈될 것으로 예상되는데(선강통이라 불리움), 심천거래소에서 거래되는 종목들이 상해거래소 종목보다 더 탄력적인 것들이 많아 투자자에게 매력적인 시장으로 느끼게 될 것으로 보인다.

이 밖에 QFII를 통해서 5300억위안(3900억 위안 → 9200억 위안 확대), RQFII를 통해서 3400억위안(3000억위안 → 6400억 위안 확대)이 추가로 2015년에 유입될 것으로 예상이 되므로 점점 외국인 투자자들이 중국 증권시장의 중요한 투자자로 자리 잡을 듯하다.

## 중국 증권시장을 바라보는 한국 투자자 특징

후강통이 시행되기 전/후의 한국 고객층은 매우 다르다.

후강통이 시행되기 전의 고객은 중국의 발전과 미래가치에 큰 비중을 두고 우량한 종목에 장기적인 투자를 하는 분들이 대부분이었다. 중국 A주를 바로 살 수는 없어 홍콩의 H주를 매수했던 고객들인데 종목에 대한 선구안뿐만 아니라 상대적으로 용기가 있던 고객들이다.

반면 후강통 시행 이후의 고객들은 기존 보다 탐구적이고 적극적이다. 틈틈이 중국 경제에 관한 도서를 읽고 정보를 습득하며, 관련된 소모임까지 운영하는 투자자들이 많다. 현재 중국 주식투자를 위한 투자클럽도 활발하게 운영되고 있고, 온라인 상에서도 여러 카페들이 활동하고 있다. 과거에 비해 이런 모임들은 현격히 늘어났으며 투자 금액 역시 무시하지 못할 정도로 커졌다. 재미있는 현상은 생각 했던 것 보다 이런 모임에 여성분들이 많다는 것이다. 최근에 가정의 경제권을 대부분 부인들이 가지고 있어서 이런 현상이 나타나는 것인지 모르겠지만 세미나를 진행하다 보면 절반 이상이 여성분들이 참가하는 것을 보게 된다.

또 다른 한 계층은 자손에 대한 증여 수단으로 중국 주식을 활용하는 고객들이다. 미성년자에게는 2천만원, 성인에게는 5천만원까지 자녀에게 증여할 경우 관련 세금이 면세되기 때문에 일부 여유 있는 분들이 중국 주식을 세테크로 잘 활용하고 있는 것이다. 이런 분들은 과거 1992년 한국이 외국인에게 주식시장을 개방하였을 때의 삼성화재나 롯데칠성 주가와 현재의 주가 차이를 기억하면서 이런 증여 방식을 선택하는 것이다.

또 다른 특징은 중국의 배당주에 관심이 많이 갖고 있는 고객층이다.

최근 국내에서 배당주와 내수소비주가 한 동안 유행을 타서인지 부쩍 중국 배당주에 관심과 문의가 많다. 중국 주식에 대해 정보도 충분치 않거니와 민첩하게 매매에 반응을 할 수 있는 환경이 아니므로 안전하고 배당률이 높은 주식을 매입하여 장기적인 투자 수익과 함께 배당수익까지 얻으려는 안정형 고객들이다.

과연 중국의 배당률이 얼마나 되길래 이런 투자형태를 선호하게 되었을까 ?

한국의 주식 배당 수익률은 세계적으로도 악명 높은 것은 다 아는 사실이지만, 중국은 평균적으로 2~4% 정도 배당 수익률은 충분히 가능하다.

#### 〈고배당 상위 종목 리스트〉

| 종목명    | 종목번호  | 시가총액<br>(억 위안) | 영업이익<br>(2013년, 억위안) | 배당률  |
|--------|-------|----------------|----------------------|------|
| 601288 | 농업은행  | 7,763          | 213                  | 7.5% |
| 601398 | 공상은행  | 9,953          | 335                  | 7.2% |
| 601939 | 건설은행  | 4,130          | 279                  | 7.4% |
| 601988 | 중국은행  | 6,073          | 210                  | 6.7% |
| 600104 | 상해자동차 | 2,039          | 16                   | 7.1% |

⇒ 이 밖에 초상은행, 상해포동발전은행, 대진철도 등 5% 이상 배당률 보임

고배당 주식에는 대부분 은행주가 포진하고 있다. 상해자동차나 대형 은행주들은 2013년에 6~7% 정도의 높은 배당 수준을 보였다. 이들은 대부분 국유기업의 형태를 띠고 있기 때문에(중국 재정부나 중국투자공사 등이 대주주) 중앙정부의 배당 수익을 챙겨주기 위함으로 해석하는 것이 설득력 있을 것이다. 속사정이 어떻든 이들의 배상성향은 과거 몇 년간 지속적으로 이루어 왔기 때문에 투자자 입장에서는 한 번쯤 참고해 볼만한 사안이다.

## 중국 주식거래에 따른 유의할 점

한국 주식시장이 유가와 환율로 인해 연일 약세장을 연출하는데 반해 중국 주식은 강세장을 이끌고 있다. 그러다 보니 중국 주식시장에 대한 매력을 느낀 일부 투자자들은 제도나 차이점 등을 조사해 보지 않고 무작정 달려드는 경향도 있다. 여기서 투자하기 전에 꼭 알아야 할 몇 가지 중요한 점을 기술해 보겠다.

첫 번째, 비용적인 측면이다.

비용에는 크게 환전 비용, 거래 수수료, 시세 비용으로 나눌 수 있다.

중국 관련된 주식에 투자를 할 경우 홍콩거래소와 상해거래소에 상장되어 있는 종목을 거래하게 되는데, 거래소에 따라 거래되는 화폐가 다르므로 해당되는 통화로 환전을 하여야 한다. 즉, 홍콩거래소 상장 종목을 거래할 경우는 홍콩달러로, 상해거래소 상장 종목을 거래할 경우는 위안화로 환전하여 한다.

환전은 은행보다 증권사에서 환전하는 것이 더 좋다. 은행과 달리 증권사에서는 전신환율로 환전을 하므로 상대적으로 저렴하기 때문이다. 환전을 하려면 증권사의 홈트레이딩 시스템이나 영업점(고객센터 포함)에 전화를 걸어 환전을 할 수 있다.

많은 투자자들이 중국 본토 주식에 관심이 많은 관계로 중국 위안화로만 바꾸어서 매매를 하는 경우가 있는데, 제 개인적인 생각으로는 홍콩거래소 역시 매력적인 시장이니 일부 자금은 홍콩시장에 투자하는 것이 좋을 듯하다.

매매를 종료할 경우 다시 원화로 환전을 하여야 한다. 이때 초기 투자했을 때와의 환차손이 발생할 수 있으므로 매매손익을 계산할 경우 이 부분도 고려해야 한다.

매매에 따른 비용을 살펴보면 국내 주식을 매매할 경우보다 비쌀 수 밖에 없다(해당 국가의 증권사 또는 글로벌 IB를 통해 중개 매매로 수수료 증가).

■ Fees and taxes applicable to a Northbound trade:

| Items                              | Rate   | Charged by |
|------------------------------------|--|------------|
| Handling Fee<br>(經手費)              | 0.00696% of the consideration of a transaction per side      | SSE        |
| Securities Management Fee<br>(證管費) | 0.00200% of the consideration of a transaction per side      | CSRC       |
| Transfer Fee<br>(過戶費)              | 0.06000% on face value per side                              | ChinaClear |
| Stamp Duty<br>(交易印花稅)              | 0.10000% of the consideration of a transaction on the seller | SAT        |

Note: The above fees and taxes will be collected via day end DDI on T Day

어느 중국 주식관련 카페를 보니 단타 위주의 매매를 위한 종목 선정을 해주는 것을 보았는데 잦은 매매를 통해서 수익을 보장 받기는 어려워 보인다. 일반적으로 국내 증권사의 수수료율은 전화 주문인 경우 0.5%, 온라인 거래일

경우 0.3%이다. 매도할 경우 0.1%의 인지세(한국의 경우 거래세)가 추가로 부가된다는 것을 유념해야 한다.

한국의 경우 관련 시세비용이 무료이다. 그래서 시세에 대한 비용을 내야 한다고 하면 무척 아깝고 분노감마저 든다. 그러나 사실 한국의 경우도 원래는 시세 비용이 있다. 그러나 국내 증권사가 고객센터 차원에서 대신 일괄 납부하고 있으니 한국 투자자들은 아무런 부담 없이 시세를 무료로 보고 있는 것 뿐이다(한국거래소(증권전산)의 입장에서 보면 시세비용은 가장 안정적이고 큰 고정적인 수익원이므로 쉽게 포기하기는 쉽지 않을 것이다).

그러나 홍콩과 중국 상해거래소는 시세 비용을 최종 사용자인 고객이 내어야 한다. 매월 납부하는 방식으로 되어 있어 여간 불편하고 비용 역시 부담스러운 금액이다(홍콩의 시세는 월 3만원, 중국 상해시세는 월 14,000원을 지불하여야 한다. 15분 지연시세는 무료로 이용할 수 있다).

이 밖에 해외주식을 직접 거래할 경우 거래에 대한 차익이 발생할 경우 양도세를 납부하여야 한다. 매매 이익이 발생할 경우 250만원을 우선 공제하고 난 이익금의 20%(주민세 2% 별도)를 본인이 직접 세무서에 자진 신고하고 납부하여야 한다.

따라서 환전 비용, 높은 거래 수수료, 이익금에 대한 양도세, 시세비용 등 국내주식 투자를 할 경우 보다 높은 비용을 지불하고 투자를 해야 하는 중국 주식 투자는 신중하고 장기적인 안목에서 접근해야 한다.

두 번째로 알아두어야 할 것이 중국과 홍콩거래소의 거래제도 차이이다(지면이 한정되어 있으므로 간략하게 설명).

■ 주식 매매에 따른 최소 매수 수량이 상이하다.

특히 홍콩의 경우는 종목마다 최소 매수 수량이 다르니 꼭 주문창에서 확인하고 주문을 해야 한다(매도의 경우는 단주 주문 가능하다).

■ 상해거래소의 경우 주문에 따른 정정 주문 기능이 없다. 주문 취소 후 재주문을 넣어야 한다.

- 두 시장 중 한 시장이 휴무일일 경우 후강통 거래는 정지된다(여러 가지 경우의 수가 존재하니 증권사 홈페이지를 통해 확인 필요).

세 번째, 종목명으로 인한 혼돈이다.

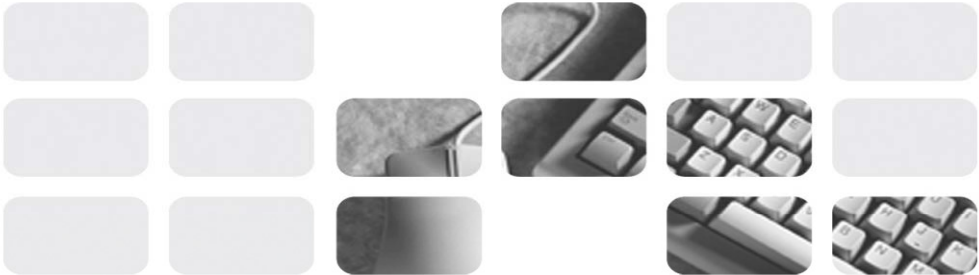
통일되지 않은 종목명을 사용함으로써 고객과 증권사 직원들이 무시하지 못할 정도의 스트레스 받는다. 한자어, 습관적으로 쓰는 한국식 명칭, 중국식 발음, 축약어, 영어/광동식 영어 표현 등등 표현 방식이 제각각이다 보니 투자자와 시스템간, 투자자와 영업직원 간의 의사소통에 문제가 많이 발생한다.

예를 들어 고객이 모 증권사의 리서치 자료를 통해 완커라는 종목을 알게 되어 이 종목을 매수하고 싶었다고 가정하자. 자신이 거래하는 증권사 홈트레이딩 시스템을 통해서 완커라는 종목을 찾을 수가 없다. 그 증권사는 중국만과라고 사용하고 있기 때문이다. 완커라는 종목을 중국어를 잘 아는 지인에게 물어보니 영문으로 wanke 라고 쳐 보란다. 그래도 찾지를 못한다. 영업점으로 전화해서 물어본 들 영업직원도 헤메기는 마찬가지다. 뒤 늦게 vanke 라고 쓰여지고 있다는 것을 알고 나서 허탈해 진다. 거래를 하려 하면 가장 기본이 되는 것이 종목명일 터인데 시세 벤더와 증권사, 리서치 직원들이 제각기 종목명을 사용하고 있다 보니 투자자들이 매우 불편해 할 수 밖에 없다.

보다 편리하고 안전한 중국 주식 거래를 위해 증권사와 관련 업체, 투자자들의 지혜와 노력이 필요해 보인다.

# 한중 금융 협력

12. 위안화 위상제고와 위안화역외센터 활성화 방안
13. 원-위안 직거래 체제의 리스크 점검
14. 중국의 금융개혁종합시험구 운용과 한-중 금융협력 방안에 대한 시사점







## 위안화 위상제고와 위안화역외센터 활성화 방안

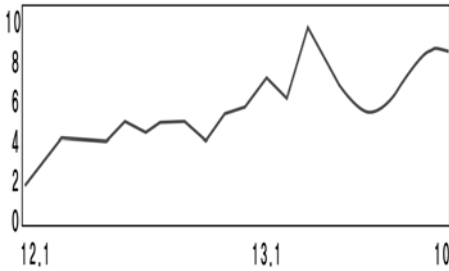
이창영\*

### 위안화, 세계2위의 무역금융통화로 급부상

국제은행간통신협회(SWIFT, Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication)에 따르면 위안화는 전통적 무역금융(신용장+추심) 통화에서 유로화를 제치고 미달러화에 이어 세계 제2위 통화로 부상하였다고 한다. 위안화가 세계 무역금융에서 차지하는 비중은 2012.1월 1.89%에서 2013.10월 8.66%로 급등한 반면 유로화는 7.87%에서 6.64%로 하락했다. 위안화 무역금융은 중국(59%), 홍콩(21%), 싱가포르(12%), 독일(2%), 호주(2%) 등에서 주로 사용하고 있다. 한편, 위안화는 글로벌 무역결제 사용 비중에서도 2014년 6월 말 기준 1.55%로 7위를 차지하면서 달러, 유로, 파운드, 엔화와 더불어 주요 5대 통화 지위를 확고히 구축했다. 중국의 수출입규모가 전 세계에서 차지하는 비중이 약 12%에 달하는 것을 감안할 때 향후 위안화 무역결제는 성장할 여지가 더욱 큰 상황이다.

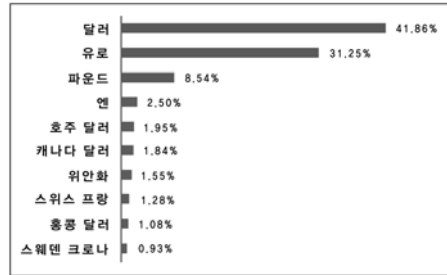
\* (現) 중국금융연구원 원장  
중국자본시장연구회 부회장

〈세계무역금융의 위안화 비중〉



자료: SWIFT

〈글로벌무역결제 통화별 비중〉



자료: SWIFT

전문가들은 상하이 자유무역시범지역(FTZ) 등을 통한 중국의 자본자유화와 위안화 국제화 추진이 가속화됨에 따라 글로벌 무역 및 투자에서 위안화 사용이 더욱 늘어날 것으로 전망하고 있다. 상하이 FTZ는 위안화 비즈니스를 확대할 수 있는 새로운 기회를 제공하고 있고, 많은 다국적기업이 진출함에 따라 위안화 국제화가 더욱 빨라질 것으로 기대되고 있다. 또한 개인의 위안화 환전 한도 (1인당 2만위안)도 조만간 완화 또는 폐지될 것으로 보이며, 이 경우 역외 위안화 시장의 위안화 자산운용상품이 크게 늘어나면서 위안화 자금풀 (pool)이 확대될 것이다.

싱가폴의 성전은행(星展銀行, DBS)에 따르면 홍콩 내 서베이 대상기업의 약 40%가 향후 5년 내 해당기업의 전체 무역결제에서 위안화가 차지하는 비중이 30%에 달할 것으로 전망하고 있고, Standard Chartered은행은 2015년 이전에 국경간위안화결제시스템(CIPS)이 완료되고 중국의 수입거래를 중심으로 위안화 결제가 늘어나면서 2020년에는 중국 수출입 거래의 위안화 결제비중이 28%에 달할 것으로 예측하고 있다.

## 우리의 위안화 역외센터 구축 현황

중국의 자본자유화와 위안화 국제화 추진이 가속화되고 있고, 2014.7.3일 한-중 정상은 양국간 자국통화 거래가 활성화되는 것이 양국 모두에게 이익이 된다는 데 인식을 같이하였다. 이에 따라 양국간 금융·통화협력을 보다 공고히 하는 차원에서 다음과 같이 합의한 바 있다.

- ① (원-위안 직거래시장) 한국에 원-위안화 직거래시장을 개설하고, 한국은 중국 외환시장에 직거래시장을 개설하기 위한 여건을 조성
- ② (청산체제) 한국에 위안화 청산체제를 구축하고, 서울 소재 중국계 은행을 위안화 청산은행으로 지정
- ③ (RQFII) 한국에 800억 위안(약 13조 450억원) 규모의 위안화 적격해외기관 투자자(RQFII) 자격을 부여하고 향후 RQFII 활용 상황과 시장 수요를 감안해 적절한 시점에 이를 증액하는 방안을 추진
- ④ (QFII) 한국 당국·금융기관의 적격해외기관투자자(QFII)를 통한 중국투자 확대를 환영
- ⑤ (위안화 표시 채권) 한국과 여타 다른 국가의 기업 및 금융기관들의 위안화 표시 채권발행을 장려

이는 우리나라가 위안화 역외센터로 발전하기 위한 인프라와 수요·공급 측면의 제도적 기반을 완비하였다는 데 의미가 있다.

〈표 1〉 위안화 역외센터의 국가 간 비교

| 구 분            | 인프라 | 수요 | 공급 | 구축여부 |
|----------------|-----|----|----|------|
| 원-위안화 직거래시장 개설 | ○   |    |    | ×    |
| 위안화 청산은행 지정    | ○   |    | ○  | ○    |
| RQFII 획득       |     | ○  |    | ○    |
| 위안화 표시 채권 발행   |     | ○  |    | ×    |
| 한-중 통화스왑자금 활용  |     |    | ○  | ○    |

자료: 한국은행 보도참고자료(2014.7.3)

현재 역외 위안화 허브로서의 홍콩의 입지가 압도적인 가운데, 런던이 제2 위안화 역외센터로 주목받고 있으나, 싱가포르, 대만 등이 새로운 경쟁자로 부각되고 있다. 중국 정부는 이들 지역에 RQFII 한도를 신규 부여하여 역외 위안화 허브의 잠재적 지위를 인정하고 있다. SG 위안화 글로벌화 지수(RGI)에는 기존 홍콩, 런던, 싱가포르에 이어 2013년 7월부터 대만을 신규로 포함시키고 있다.

〈표 2〉 SG은행 RGI에 포함된 4대 위안화 역외시장 비교

(단위 : 억위안)

| 구분              | 홍콩                    | 런던              | 싱가폴                  | 대만                | (한국)            |
|-----------------|-----------------------|-----------------|----------------------|-------------------|-----------------|
| 설립연도            | 2004                  | 2011            | 2013                 | 2013              | 2014<br>기반구축    |
| 위상 및 목표         | 글로벌<br>허브             | 서구의<br>허브       | 아세안지역<br>위안화<br>수요충족 | 양안무역,<br>금융거래취급   | (대만과<br>유사)     |
| 청산은행            | 중국은행<br>(BOC)         | 건설은행<br>(CCB)   | 공상은행<br>(ICBC)       | 중국은행<br>(BOC)     | 교통은행<br>(BOCOM) |
| 역외위안화채권<br>시장   | 딤섬본드<br>(dimsum Bond) | 별칭<br>없음        | 라이온시티<br>본드          | 포모사본드             | (김치본드)          |
| 위안화예금잔액<br>(시점) | 7,816<br>(‘13.10)     | 145<br>(‘13.06) | 1,720<br>(‘13.10)    | 1,230<br>(‘13.10) | 100<br>(‘13.10) |
| 통화스왑규모          | 4,000                 | 2,000           | 3,000                |                   | 3,600           |
| RQFII한도         | 2,700                 | 800             | 500                  | 1,000             | 800             |

주: 한국은 거주자외화예금 기준

자료: 홍콩입법부(2013.12), 우리금융경영연구소, 중국금융연구원

## 위안화 역외센터 위상 제고를 위한 제언

글로벌 경제에서의 중국의 위상강화와 정책의지를 감안했을 때 위안화 국제화는 추세적으로 전개될 전망이다. HSBC는 2015년까지 위안화가 달러화와 유로화에 이어 세계 3대 결제통화로 등극하고, 중국 전체 무역결제액의 30% 이상이 위안화로 결제될 것으로 전망하고 있다. 한편, 중국 중앙은행인 인민은행의 발표에 따르면 “향후 중국 자본시장 개방은 크게 네 가지 방향으로 개방될 것”이라며 11.17일 실시될 후강통과 함께 △위안화적격국내기관투자자 (RQDII) 시범 시행 △적격국내개인투자자(QDRI) 제도 마련 △중국 본토기업의 해외 위안화 표시 주식 발행이 바로 그것이라고 전했다.

이와 같은 위안화 국제화의 진전과 자본시장 개방 및 현재 진행 중인 우리나라의 위안화 역외센터 구축은 향후 국내 금융산업의 부흥 발전을 위한 기초가 될 수 있다. 위안화 국제화는 단계적으로 진전될 전망이지만 각국의 위안화 시

장 선점 노력은 이미 치열하게 전개 중이며, 위안화 역외센터 구축을 우리 금융산업의 경쟁력 강화 계기로 삼기 위해서는 한중 정책당국 간, 금융기관 간 금융협력의 필요성이 절실하다.

이를 위해서 정부는 국가적 차원의 대응방안을 수립해야 한다. 위안화 국제화는 중국 정부의 당면과제인 점을 인식하고, 금번 FTA협상 타결과 역외 위안화센터 구축을 계기로 기존 범위를 넘어서는 특혜조건을 중국 정부에 제시하여야 할 것이다. 홍콩의 위안화 역외센터 기능이 확고한 상태에서 우리의 위안화 역외센터가 제 역할을 수행하기 위해서는 특혜조건을 활용하여 우리의 역외센터 기능을 차별화하여야 하기 때문이다. 만약 차별화하지 않을 경우 홍콩의 역외센터 기능을 보완하는 수준으로 머물다가 중국의 자본시장이 개방됨에 따라 그 기능은 소멸될 가능성이 높기 때문이다. 우리에게 기존 FTA 협상기준을 초과하는 특혜를 제공할 수 있는 지 여부는 중국 정부의 의지에 달려있다.



## 원-위안 직거래 체제의 리스크 점검<sup>1)</sup>

지만수\*

2014년 하반기에 한국과 중국 사이에 원-위안 직거래 체제가 구축되어 2015년부터 본격적으로 가동된다. 2014년 7월 3일 양국 정상은 “원화와 위안화 간 직거래 체제를 구축하기 위해 적극 노력하기로” 합의한 이후, 약 4개월간 준비 과정을 거쳐 10월 31일 정부는 “위안화 거래 활성화 방안”을 발표하였고 연말까지 관련 제도구축이 대체로 완료되었다.

### 1. 원-위안 직거래 체제란?

원-위안 직거래 체제란 한마디로 양국 간의 무역 및 금융거래에 위안화 사용을 활성화하자는 것이다. 그런데 이 체제는 몇 가지 구성요소로 나누어 볼 수 있다. 첫째, 무역결제 통화로서 양국 통화, 특히 위안화 사용확대이다. 지금까지 주로 달러화를 결제통화로 사용하였던 상호 무역에서 위안화 결제를 선택할 수 있게 되면 불필요한 달러 환전비용을 줄일 수 있다. 둘째, 보유한 위안화를 투자할 수 있는 통로를 개설하는 것이다. 중국은 금융시장을 외국인에게는 제한적으로만 개방하고 있다. 그렇지만 직거래 체제가 만들어짐으로써 한국은 보

1) 본고는 지만수, “원-위안 직거래 체제의 리스크 점검”, 주간 금융브리프 23권 41호, 2014.11.14.와 2014년 9월 30일 중국자본시장연구회에서 발표한 “An Ice bucket, 원-위안 직거래 체제의 리스크 점검”의 내용을 중심으로 보완한 것임을 밝힙니다.

\* (現) 한국금융연구원 연구위원

유 위안화를 직접 중국 금융시장에 투자할 수 있는 통로를 확보하게 된다. 즉 정상회담에서 합의한 RQFII(위안화 적격 외국인 기관투자자) 쿼터 800억 위안을 활용하거나 중국 기업 및 금융기관이 한국에서 위안화 채권을 발행함으로써(즉 위안화 자금을 한국에서 조달함으로써) 해당 위안화 자금을 중국에 투자할 수 있다. 위안화를 매개로 닫혀있는 중국 금융시장에 대한 접근이 이루어지는 것이다. 셋째, 이러한 거래를 뒷받침하기 위한 시스템으로 위안화 청산은행이 지정되었고 원-위안 직거래 시장이 개설되었다. 청산은행을 통해 국내 금융기관들이 위안화 거래를 적기에 청산하고 필요한 위안화 유동성을 조달할 수 있다. 또 은행 간 외환시장에 원-위안 직거래 시장을 개설함으로써 원-위안 환전에 따른 거래시간과 비용을 최소화할 수 있다.

다른 한편, 위안화 직거래 체제란 한국이 중국의 위안화 국제화에 협력하는 대신 중국 금융시장에 대한 접근권을 확대하는 이익 교환의 결과물이다. 국제적으로 자유롭게 통용되지 않는 위안화를 결제통화로 허용하는 대신 이를 투자 통화로 사용해 아직 열려있지 않은 중국 금융시장에 대한 우리 금융사들의 접근성을 높이는 조치인 셈이다. 태환성이 충분히 보장되지 않는 외환을 사용하는 거시경제적 비용을 지불하는 대신, 금융시장에서의 접근성을 획득하는 미시경제적 이익을 얻는 교환이다.

이 위안화 직거래 체제는 장차 우리나라가 위안화 금융허브로 발전할 수 있는 기회를 제공한다. 지금까지 국제자본의 중국에 대한 금융투자는 대부분 홍콩을 통해 이루어졌는데, 앞으로 한국도 국제자본의 위안화 조달 및 투자 통로, 즉 위안화 금융허브가 될 수 있다는 것이다. 특히 이는 정부와 금융사가 큰 관심을 갖고 있는 금융산업 국제화의 전기가 될 수도 있다.

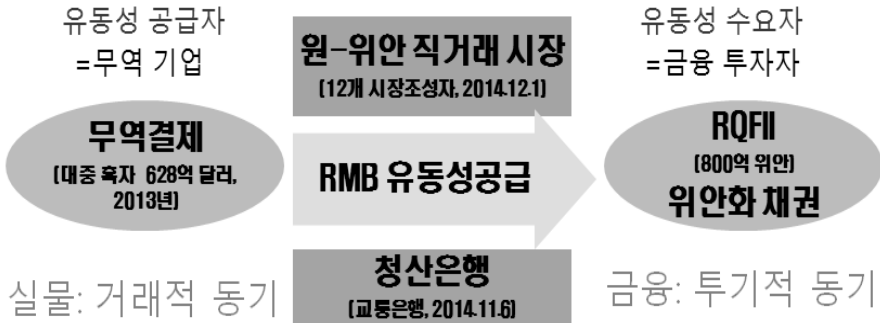
나아가 직거래 체제는 우리 금융기관이 미래 중국 금융시장을 개척할 경험을 축적하는 계기가 된다. 아직까지 외자의 접근을 제한하고 있는 중국 금융시장에서 원-위안 직거래 체제를 통해 먼저 진입하여 위안화 금융서비스 경험을 축적함으로써 향후 그 시장이 개방되었을 때 남보다 경쟁력 있는 금융서비스를 제공할 능력을 키울 수도 있다.



## 2. 적극적이고 순조로운 제도 구축

현재 비교적 순조롭게 원-위안 직거래 체제가 구축되고 있다. 특히 금융당국, 한국은행, 금융기관, 연구기관 등이 2014년 7월부터 무역결제, 청산결제, 대중국투자, 금융서비스, 원-위안 직거래 등 5개 분야의 작업반을 구성해서 제도의 설계와 구축, 시장수요의 수렴, 중국과의 협의 등 필요한 작업을 수행해 왔다. 그 결과 중국 교통은행이 2014년 11월 6일 청산은행 서비스 출범식을 갖고 관련 서비스를 시작했다. 한국은행도 2014년 11월 3일 12개 국내외 은행을 원-위안 직거래 시장의 시장조성자로 지정하였고 12월부터 은행간 외환시장에서 원-위안 직거래를 시작하였다. 무역결제에서 위안화 사용을 확대하기 위한 홍보도 활발하다. 자산운용사들을 필두로 위안화로 중국의 주식과 채권에 투자하는 RQFII 상품을 먼저 출시하기 위한 경쟁도 치열하다.

〈표 1〉 원-위안 직거래 체제의 구성요소와 구조



원-위안 직거래 체제 구축이 이처럼 순조롭게 이루어지고 있는 데는 몇 가지 배경이 있다. 첫째, 제도 도입의 형식이 좋았다. 양국은 최고지도자 간 정상회담 후 공동성명을 통해 직거래 체제 구축에 합의함으로써 강력한 추진동기를 부여했다. 이는 특히 중국으로부터 협조를 이끌어내는 데 강력한 힘을 발휘하고 있다.

둘째, 정상회담에서 직거래 체제라는 추상적인 목표만 제시한 것이 아니고, 무역거래, 청산결제 시스템, 통화 직거래 시장, RQFII 등 위안화 직거래 체제를 구성하는 모든 구성요소를 구체적으로 명시하는 포괄적인 직거래 체제 도입에 합의했다. RQFII의 경우 800억 위안이라는 액수까지 결정했다. 덕분에 런던

이나 프랑크푸르트같이 우리보다 일찍 위안화 역외 허브 경쟁에 뛰어들어 지역보다 오히려 더 빠르게 제도를 정비할 수 있었다.

셋째, 중국 당국이 협조적이다. 직거래 체제를 구축하기 위해서는 한중 양국의 긴밀한 정책협조가 필요하다. 그런데 위안화 국제화라는 장기적인 열망을 갖고 있는 중국은 한국으로 역외 위안화 허브를 확산하고 이를 성공시키는 데 있어 우리 못지않은 의지를 갖고 있다.

넷째, 한국이 참고할 수 있는 위안화 직거래 모델이 이미 홍콩에서 수년간 운영되고 있다. 덕분에 위안화 직거래 체제 구축은 무에서 유를 창조하는 것이 아니다. 홍콩 금융시장에서 운영되고 있는 직거래 체제의 구체적인 제도와 요소들을 우리 실정에 맞게 벤치마킹할 수 있다. 구체적인 달성 목표와 달성 기준이 주어져 있다는 것이다.

### 3. 성공적인 제도 구축이 시장의 성공으로 연결되어야

그렇지만 시장을 개설하는 데 필요한 각종 제도가 순조롭게 구축되고 있다고 해서 그것이 시장 자체의 성공이나 시장 참여자들의 이익을 보장하지는 않는다. 개별 구성요소들이 모두 갖추어지더라도 시스템 전체가 조화롭게 작동하지 않을 수 있다. 또한 시스템이 잘 돌아가더라도 그것을 활용할 시장의 수요와 공급이 따라주지 않을 수 있다. 시장이 활성화되더라도 그것이 금융기관의 수익으로 연결되지 않을 수도 있다.

그런 의미에서 제도 구축은 시장성공의 필요조건일 뿐이다. 따라서 제도 구축이 완비되고 있는 현 시점에서 앞으로 시장에서 예상되는 위험을 미리 인식하고 대비할 필요가 있다. 이는 크게 3가지 방향에서 리스크를 검토해 볼 수 있다.

#### 1) 가장 근본적인 위험은 홍콩과의 차별화 실패

첫째, 가장 근본적인 위험은 해외 위안화 수요를 흡수하지 못하고 국내 금융 시장에서 업체 사이에 제로섬 게임을 벌이는 것이다. 현재 진행 중인 제도구축은 중국과 홍콩 사이에서 실행되는 제도와 시스템을 도입하는 방식으로 이루어

지고 있다. 그렇지만 홍콩은 앞으로 글로벌 위안화 금융수요를 놓고 우리와 경쟁하게 될 경쟁자이기도 하다. 만일 우리가 홍콩에 이미 정착된 제도를 충실하게 복사하는 데 그친다면 결코 앞서 있는 홍콩과 차별화하거나 홍콩을 넘어설 경쟁력을 갖출 수 없다.

물론 홍콩과의 경쟁은 먼 미래의 목표고 당장은 국내 위안화 금융수요를 충족하는 시장을 정착시키는 데 주력하면 된다고 생각할 수도 있다. 그러나 원-위안 직거래가 국내 위안화 금융수요에만 의존한다면 금융업계 전체 차원에서 볼 때 실익이 없다. 그것은 새로운 금융수요를 창출하는 것이 아니라 기존의 국내 금융수요 중 일부가 위안화 상품에 대한 수요로 대체되는 제로섬 게임에 불과하다. 발 빠르게 위안화 금융서비스를 제공하는 일부 업체는 이익을 얻겠지만 업계 전체에는 실익이 없다. 그저 달러 환전이 위안화 환전으로, 신흥국 채권투자가 위안화 채권투자로 바뀌는 제로섬 게임이다. 위안화 서비스를 위한 각종 인프라를 구축하기 위해 업계가 지출할 비용까지 고려하면 업계 전체로는 오히려 손실이 될 수도 있다.

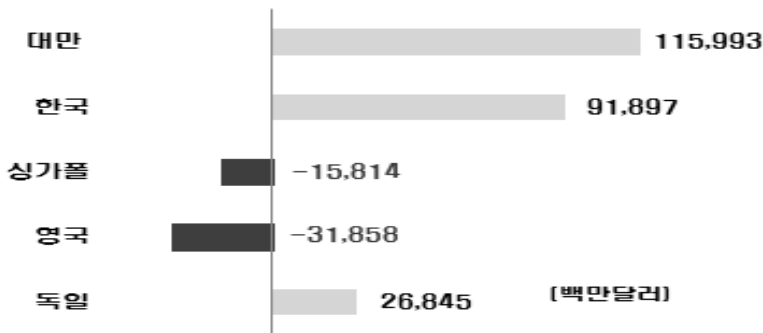
그런 의미에서 한국이 국내수요뿐 아니라 글로벌 위안화 금융수요에 대한 서비스를 제공하는 허브가 되자는 것은 결코 최종적인 미래 비전이 아니라 당장의 수익을 창출하기 위한 필수조건에 가깝다. 그렇다면 홍콩의 제도를 충실히 모방하기만 해선 안 된다. 홍콩을 넘어서거나 최소한 홍콩과 차별화해야 한다. 그래야만 글로벌 위안화 금융수요를 확보하여 국내 금융사 간에 제로섬 게임에 빠지는 상황을 막을 수 있다.

## 2) 직거래 체제의 병목 : 거래적 동기와 투기적 동기의 연결

두 번째 문제는 당분간 저렴한 위안화 유동성을 확보하기 어려울 가능성이 크다는 점이다. 위안화는 무역결제, 청산은행, 역외 위안화 시장, 정부간 통화스왑에 의해 공급될 수 있다. 이중 가장 중요하고 바람직한 경로는 위안화 무역결제를 통해 위안화를 확보하는 것이다. 청산은행이나 홍콩 등 역외 위안화 시장을 통한 위안화 자금 조달은 금융비용을 지불해야 하기 때문에 경쟁력 있는 자금조달 방식이 되기는 어렵다. 한중 양국 중앙은행 간에 맺어진 3,600억 위안 규모의 위안화 통화스왑 자금도 있다고는 하지만 이는 외환위기 등 긴급한 수요에 대비한 안전장치에 가깝다.

사실 한국은 무역결제를 통해 위안화를 확보하는 데 있어 세계에서 가장 좋은 조건을 갖추고 있다. 2013년에 한국의 대중수출은 1,458억 달러에 달했고 628억 달러에 달하는 무역수지 흑자를 기록했다. 중국 통계로는 2013년 무역수지 흑자가 918억 달러에 달한다. 즉 중국을 기준으로 볼 때 한국은 대만과 함께 중국이 가장 큰 무역수지 적자를 기록하고 있는 나라이다. 무역결제를 통해 위안화를 공급받고 이를 글로벌 자금의 중국에 대한 위안화 투자수요와 연결시킬 수 있다면 한국도 홍콩 못지않은 글로벌 위안화 금융허브가 될 수 있는 조건을 갖추게 된다.

〈그림〉 주요국의 대중 무역수지(2013년)



자료: CEIC, 중국통계 기준

그런데 무역의 주체는 수출입 기업이고 이들의 화폐보유 동기는 기본적으로 거래적 동기(transaction motive)이다. 반면 위안화 금융을 수행하는 금융부문의 위안화 수요는 기본적으로 투기적 동기(speculative motive)이다. 무역결제를 통해 위안화를 조달하고 이를 RQFII 등을 통해 중국에 투자한다는 구상은 끊임없이 이 동기 불일치 문제에 직면할 수밖에 없다. 수익성 높은 위안화 금융상품이 제공된다고 해서 기업이 반드시 위안화 무역거래를 더 선호하지는 않는다는 것이다. 오히려 수출기업 입장에서 더 관심있는 것은 투자수익이 아니라 환전수수료나 관리비용과 같은 거래비용이다.

때문에 수출기업들이 기존의 달러결제를 위안화 결제로 전환하여 저렴한 위안화가 공급되기까지는 기대보다 훨씬 많은 시간이 필요하다. 기업 입장에서는 적지 않은 내부 시스템 구축비용도 필요하다. 때문에 대중 수출과 수입 결제를

빈번하게 수행하는 기업들부터 점진적으로 위안화 무역결제를 선택할 가능성이 크다. 한국이 갖고 있는 실물부문의 위안화 조달 경쟁력이 현실화되는 데는 시간이 필요하다는 것이다.

또한 무역결제에서 위안화 사용이 늘어난다고 해서 그것이 반드시 원-위안 직거래 시장의 원-위안 직거래 수요로 연결되는 것은 아니다. 가령 2013년 한국과 일본의 교역 중에서 대일수출의 46.9%, 대일수입의 44.8%가 엔화로 결제될 정도로 활발하나 이것이 원-엔 직거래 수요로 연결되지는 않았다. 오히려 1996년 개설되었던 원-엔 직거래 시장은 거래량 부족으로 시장 유지에 실패하였다. 엔화는 이미 국제화된 통화로서 굳이 원-엔 직거래 시장을 통해서 조달할 필요가 없었기 때문이다. 그러나 위안화의 경우에는 아직 국제적으로 활발하게 거래되는 통화가 아니기 때문에, 국내 원-위안 직거래 시장에서의 거래비용을 홍콩 위안화 시장보다 낮게 유지할 수만 있다면 직거래 시장의 수요로 연결될 가능성이 크다.

### 3) 개별 경쟁과 산업 경쟁력 간의 부조화 가능성

셋째, 위안화 직거래 체제의 출범 초기에 벌어질 개별 금융기관 간의 치열한 경쟁이 장기적으로 금융산업 전체의 위안화 금융서비스 경쟁력을 약화시킬 위험성도 있다.

현재 업계에서 가장 관심을 갖고 있는 것은 800억 위안의 RQFII 쿼터를 활용해 중국 채권 및 주식 시장에 투자하는 것이다. 자산운용사뿐 아니라 은행, 증권, 보험사도 RQFII 쿼터를 획득할 수 있을 전망이다. 중국의 성장률과 금리가 한국보다 더 높고 장기적으로 위안화 절상기대도 여전히 강력하기 때문에 투자수요가 많을 것으로 기대되고 있다. 또 중국에 대한 해외투자자의 투자 통로가 RQFII 등으로 제한되어 있기 때문에 비교적 높은 판매 및 운용 수수료 수익을 기대할 수도 있다. 이에 따라 주요 금융사들은 남보다 먼저 시장에 위안화 금융상품을 내놓기 위해 동분서주하고 있다.

그렇지만 예상대로 2015년 초에 다수의 금융기관에서 일시에 RQFII 관련 위안화 금융상품을 출시한다면 시장에서 어떤 일이 일어날까를 한번 생각해 보아야 한다. 상품을 먼저 출시하는 소수 금융사들은 상당한 마케팅 효과를 누릴 수 있을 것이다. 그렇지만 동시출시는 결국 업체 간의 치열한 경쟁을 낳을 수밖에

없다. 한정된 투자수요를 놓고 수수료를 출혈 인하여야 하는 상황도 나타날 것이다. 초기에 수수료가 낮게 고착되면 다시 되돌리기 어렵다.

물론 투자자 입장에서 수수료 경쟁은 좋은 일이다. 그렇지만 초기 판매경쟁이 지나치게 과열되면 정작 위안화 금융상품 및 관련 서비스 개발은 뒷전으로 밀려날 수 있다. 위안화 금융상품의 성장을 위해서는 상품개발, 운용, 수탁, 신용평가, 연구조사, 판매 등 다양한 서비스의 개발이 필요한데, 판매경쟁이 지나치게 과열되면 모든 역량이 판매에만 집중될 수 있다. 이 경우 다양한 부가가치 영역에서 경쟁력을 축적하려고 노력하기 보다는 당장의 판매경쟁을 위해서 홍콩 금융사에게 여타 기능들을 위탁하고 판매 확대에만 집중하게 될 수도 있다. 또한 다양한 위안화 금융서비스를 개발하기 위해 노력한 회사보다 은행이나 보험사와 같이 기존의 네트워크 경쟁력이 강한 업체들이 시장을 장악하게 될 가능성도 크다.

이렇게 지나친 경쟁 때문에 위안화 금융상품을 출시하는 금융기관의 수익성이 떨어지면 운용, 수탁, 신용평가, 연구조사 등 서비스의 경쟁력을 강화하기 위한 투자도 점점 더 어려워진다. 결국 이 분야가 홍콩에 더 의존할 수밖에 없게 되고 경쟁의 과열이 산업 발전을 가로막는 악순환이 나타날 수도 있다.

개별 투자상품이 중국 감독당국(증감위)의 쿼터를 받는 과정에서도 업체간 과열경쟁이 문제가 될 수 있다. 먼저 쿼터를 받기 위해 상품구조 자체를 경쟁적으로 중국 당국이 선호하는 방식으로 만드는 부작용이 나타날 수도 있다는 얘기가 있다. 중국 당국은 RQFII에 대해서 주식과 채권 모두에 자유롭게 투자할 수 있다고 말하고는 있으나 실제로는 채권보다는 주식상품을 선호한다고 알려져 있다. 만일 빠른 허가를 얻기위해 중국 당국이 선호하는 형태의 투자상품만 신청하게 된다면 결과적으로 금융사의 독립성이 훼손되고 상품의 다양성이 사라지는 부작용이 나타날 수도 있다.

또한 다수의 상품이 초기에 동시 대량 출시되는 데 따른 수익률 동조화 위험도 있다. 같은 시기에 동일한 금리와 주가 수준을 기초로 한 금융상품이 판매되면 향후 중국 금융시장에서 악재가 발생할 경우 국내 위안화 투자상품 전체의 수익률이 급락하면서 위안화 금융상품에 대한 투자자의 관심과 신뢰가 한꺼번에 사라질 수 있다.

#### 4. 차별화는 중국과의 협의를 통해 풀어야

위안화 직거래 체제의 도입은 개별 금융기관에게는 새로운 수익창출의 기회일지 모르지만, 금융업계 전체로 볼 때는 낙관만 할 수 없는 어려운 도전이다. 순조로운 제도 도입은 충분히 의미가 있지만, 이제 관심의 방향을 제도 구축에서 차별화로, 국내수요에서 해외수요로, 개별 금융기관에서 시장 전체로, 선점 경쟁에서 능력배양으로 돌려야 할 시점이 도래하고 있다.

가장 어려운 과제는 홍콩과의 차별화다. 이제 막 시장이 출발하는 마당에 이미 위안화 금융서비스를 확고하게 선점하고 있는 홍콩에 대한 차별화까지 하자는 것은 분명히 버거운 요구다. 그러나 원래 위안화 역외 허브는 중국 금융시장의 자연스러운 발전의 결과가 아니라, 역외 허브와 중국 사이의 정책적 협력의 산물이라는 데에 답이 있다. 중국과의 협의를 통해 홍콩에는 없는 금융서비스를 확보하면 차별화가 가능하다는 것이다.

이를 확보할 수 있는 근거는 충분하다. 역외 위안화 허브 육성을 통한 위안화 국제화는 중국의 중요한 국가전략이고 양국 정상의 합의사항이다. 한국은 중화권도 아니고 기존의 국제금융허브도 아닌 지역 중에서는 사실상 유일한 위안화 역외허브 추진 지역이다. 한국에서의 성패는 중국의 위안화 국제화 전략 전체의 성패와도 연결된다. 따라서 그 허브의 성공을 위해 중국 금융시장 접근 통로를 몇 가지 더 제공하라는 제안은 중국 입장에서도 충분히 논의하고 수용할 수 있다. 또 중국은 자본시장 개방을 아예 하지 않겠다는 것이 아니라 실험을 거쳐 신중하게 하겠다는 입장이다. 그렇다면 금융분야의 새로운 개방을 실험하는 데 있어 급격한 자본이동의 위험성을 공감하는 한국이야말로 중국 입장에서 볼 때 좋은 파트너다.

가령 RQFII 외에 추가로 중국 금융기관의 위안화 해외차입을 한국에 대해 허용하고 이를 별도 계정으로 관리하자는 제안을 해 볼 수 있다. 반대로 위안화를 사용한 중국 기업과 개인의 해외 금융투자를 한국에 대해 우선 허용하자는 제안을 할 수도 있다. 급격한 위안화 유출입이 걱정되면 적절한 한도를 설정하면 된다. 일단 이렇게 새로운 통로가 하나 열리면 우리는 이를 활용한 다양한 금융상품을 개발할 수 있다. 새로운 금융상품을 투자자들에게 제시하면서 홍콩과 차별화된 위안화 금융허브가 되는 것이다.

## 5. 병목 방지와 경쟁력 확보를 위한 노력 절실

중국과의 협조를 통해 홍콩과 차별화하기 위해 노력하는 것과 함께, 국내적으로도 다음과 같은 전략이 필요하다.

① 다양한 방식으로 위안화 유동성을 확보하기 위해 노력해야 한다. 저렴한 위안화 자금을 조달하는 것이야말로 위안화 금융상품 경쟁력의 뿌리다. 그렇지만 기업의 위안화 무역결제를 무리하게 유도할 수는 없다. 어디까지나 기업의 자발적 선택에 맡겨야 한다. 금융권이 위안화 관련 환전 및 거래 비용을 낮춰 기업의 자발적인 선택을 유도해야 한다. 무역결제를 통한 위안화 조달규모가 단시간에 늘어나기는 어려운 것이다.

따라서 당장은 또 다른 유동성 공급원인 역외 위안화 시장, 청산은행, 통화스왑 등으로부터의 조달비용을 낮추는 데 정책의 초점을 맞추어야 한다. 우선 홍콩 등 위안화 역외허브와의 위안화 교환이 활발하게 이루어 질 수 있도록 관련 규제와 리스크를 점검하고 정비해야 한다. 중국과의 협의를 통해 청산은행인 교통은행이 더 저렴한 정책금리로 국내에 위안화 유동성을 공급할 수 있도록 만들어 볼 수도 있다. 이는 청산은행으로 지정된 교통은행으로서도 반길 만한 일이다. 원-위안 스왑자금도 스왑협정의 기한 제한을 없애고 활성화 규모를 늘리며 스왑자금 조달시 현재 적용되는 SHIBOR 금리보다 더 낮고 안정적인 금리를 적용토록 하는 변화를 시도해 볼 수 있다.

② 금융기관들의 대응방향 전환도 필요하다. 당장은 2015년 초로 예상되는 위안화 금융상품의 경쟁적 동시출시를 피하는 것이 중요하다. 이를 위해서는 경영진의 인식전환이 필요하다. 또 초기 마케팅에서 승부를 보려하기보다는 장기적인 시각에서 상품개발, 자산운용, 연구조사, 신용평가 등 경험을 쌓고 시스템을 구축하는데 더 많은 관심을 갖고 필요한 투자를 시작해야 한다. 사실 원-위안 직거래 체제나 RQFII는 본 게임이 아니다. 본 게임은 중국 자본시장이 전면적으로 개방되는 시점에 시작된다. 지금부터 이를 미리 준비하는 긴 안목과 투자가 필요하다.

③ 초기부터 마케팅의 방향을 해외로 확대해야 한다. 2015년 초 다수 상품의 동시출시가 예상되는 상황에서, 한정된 국내 투자자들만을 대상으로 시장이 형성되면 과당경쟁을 피할 수 없다. 따라서 풍부한 홍콩의 역외 위안화나 새로운 중국투자 통로를 탐색하는 글로벌 투자자들을 더 많이 우리 시장으로 끌어들이



야 한다. 수요기반이 커져야 위안화 금융상품의 수수료 하락이나 금융기관의 수익기반 악화를 방지할 수 있기 때문이다.

④ 국내 금융사 자체 역량을 키우려는 노력과 함께, 중국 자산운용사 등 중국계 금융사와의 협력을 적극적으로 모색할 필요가 있다. 한국보다 먼저 RQFII 상품을 운용한 홍콩의 경험을 보면, 2014년 11월 현재 RQFII 운용 상위 금융사들은 모두 중국과의 합자회사거나 중국계 자산운용사의 자회사들이다. 이는 중국 내 RQFII 상품 운용의 경쟁력을 강화하기 위해서는 어떤 형태로든 중국 금융사와 협력하지 않을 수 없다는 것을 시사한다. 특히 중국 상위 자산운용사 중에서 RQFII 상품 운용에 적극적으로 참여하지 않았던 티엔홍, 중인, 광파, 공인뤼신, 화안 등의 자산운용사들은 역외 위안화 시장이 확대될수록 이 시장에 참여하고자 하는 관심이 커질 것으로 예상된다. 이들과의 협력은 한국 위안화 금융 서비스가 중국 금융시장에서 경쟁력을 확보하는데 디딤돌이 될 수 있다.

〈표 2〉 10대 자산운용사의 RQFII 실적(2014년 11월 현재)

| 순위 | 10대 자산운용사 | 운용순자산<br>(억 위안) | RQFII(억 위안)<br>(순위) |
|----|-----------|-----------------|---------------------|
| 1  | 화시아 华夏    | 2311            | 218(3)              |
| 2  | 티엔홍 天弘    | 1943            | 0                   |
| 3  | 지아스 嘉实    | 1787            | 147(4)              |
| 4  | 이팡다 易方达   | 1564            | 272(2)              |
| 5  | 난팡 南方     | 1406            | 461(1)              |
| 6  | 중인 中银     | 1214            | 8                   |
| 7  | 광파 广发     | 1190            | 27                  |
| 8  | 공인뤼신 工银瑞信 | 1092            | 28                  |
| 9  | 보스 博时     | 1035            | 96(6)               |
| 10 | 화안 华安     | 835             | 39                  |



# 중국의 금융개혁종합시험구 운용과 한-중 금융협력 방안에 대한 시사점

김명아\*

## 1. 중국의 금융개혁 정책

2013년 1월 발간된 『2013년 중국자본시장연구』에서는 2012년의 중앙공산당 제18차 전국대표대회<sup>1)</sup>와 시진핑 5세대 지도부의 경제 개혁 이슈를 위주로 한 중국자본시장연구회 회원들의 다양한 전문가적 전망과 전략이 제시된 바 있었다. 이러한 전망들은 대부분 현실화되어,<sup>2)</sup> 중국에서는 2013년 신정부출범에 따라

\* (現) 한국법제연구원 부연구위원

1) 중앙공산당 제18차 전국대표대회(中国共产党第十八次全国代表大会)는 2012년 11월 8일 북경에서 개최된 바 있으며, 전국 40개 단위에서 선출된 2270명의 대표가 참가하였다. 동 대회에서는 1) 중국 특색의 사회주의 체계에 대한 최신 성과인 과학발전관과 2) 샤오강 사회(小康社会) 목표 추진 상황을 확인하였으며, 3) 생태문명건설 추진과 4) 농업인력의 시민화를 통한 도농발전일체화, 5) 정치제체 개혁 추진의 견지, 6) 기층민주제도의 완비와 7) 건전한 규제 및 감독 체계의 건립, 8) 경제체제 개혁의 심화 및 경제구조의 전략적 조정, 개방형 경제수준의 전면 제고 등에 대하여 논의하였다.

중앙공산당 제18차 전국대표대회 보고에서 금융개혁 정책은 다층적인 자본시장의 발전과 이율 시장화와 환율 시장화 개혁의 안정적인 추진, 점진적인 위안화 자본항목 환전 등을 목표로 하고 있다.

2) 중국의 2013년 신정부출범에 따라 금융개혁의 속도도 빨라지기 시작했으며, 대출이자하한제도 취소, 어음이자율관리제 취소, 위안화 환율 등락폭 확대, 국채 선물, 자금조달제도 규제 완화, 우선주발행 및 주식시장과 채권시장에서의 상품 다양화 등 일련의 금융개혁 정책을 내놓은 바 있다. 또한 시장에 적합한 투자 구조의 개선과 정책적지지 방안도 제시하였다. 그리고, ‘Yu E Bao(余额宝)’와 ‘Li

이자제한 규제 완화, 위안화 환전 자유화, 금융상품 다양화를 기조로 한 금융개혁 정책이 단계별로 이루어진 바 있다. 2013년 수행된 중국 금융개혁의 주요 내용은 1) 투자자의 주식 지배에 대한 시험방안의 허가를 통하여 시장규모 3배 확대, 2) 지방정부의 채권 발행 지원 조치 도입, 3) 개인자본을 은행영역으로 흡수, 4) 엄격하게 시행하던 자본 계좌 관리의 완화 등 이었다.

2014년의 중국 금융개혁 정책 추진 상황을 요약해보면, 1) 이율변동폭의 상한 확대와 5년만기 예적금의 기준이율제도 취소 등을 통한 이율시장화, 2) 환율변동폭 확대를 통한 환율 시장화 개혁의 새로운 단계 진입, 3) 은행 간 채권시장, 자산유동화 등 직접금융의 발전 가속화, 4) 경내 금융사 채권의 홍콩 발행 등 금융업 대외개방의 점진적 심화, 5) 상하이 자유무역시험구 금융개혁 선행 조치를 통한 경험 축적, 6) 위안화 국제화의 가속화, 7) 거시경제 차원의 수단과 방식을 통한 창조경제 구축, 8) 금융사의 신용대출 관리제도 우량화 및 그림자은행의 정리를 통하여 기업용자 어려움을 해소할 수 있도록 하는 유기적 개혁의 심화 등을 들 수 있다.<sup>3)</sup>

한편, 중국 정부는 위와 같은 전국 차원의 금융개혁 정책의 추진 외에도 2012년 이래 ‘금융종합개혁시험구(金融改革综合试验区)’의 운용을 통한 시범지역을 운용하고 있다. 2012년 3월 이래 지정된 5개의 금융종합개혁시험구는 상하이 자유무역시험구와 마찬가지로 경제특구성 시범지역의 성격을 가지고 있으며, 민영경제 활성화를 통한 금융개혁을 목표로 하고 있다.<sup>4)</sup> 금융종합개혁시험구에서의 금융개혁 내용은 상하이 자유무역시험구에 비하여 제한적으로 실시되고 있으나, 인접국과의 교류 확대를 통한 위안화 국제화와 금융업의 대외개방 확대라는 측면에서 본다면 한-중 금융협력방안 수립에 일정한 시사점을 줄 수 있을 것으로 생각한다.

아래에서는 국내에는 잘 알려져 있지 않은 중국의 금융종합개혁시험구를 소

---

Cai Bao(理财宝)’ 등의 금융상품을 출시하면서, 아리바바(阿里巴巴), 동팡차이푸(东方财富) 등 민간 인터넷 금융시장의 확대를 통해 국유기업의 장기적 독점 영역에 대한 진입을 허용하였다.

3) 중국인민은행 후샤오롄(胡晓炼) 부행장이 “财经年会2015：预测与战略”에서 밝힌 내용을 요약한 것임(출처: 中国证券网, ‘胡晓炼：从六个方面看2014年金融改革’(2014.11.27)).

4) 상하이 자유무역시험구가 지속적인 개혁개방을 통하여 경제성장을 견인하는 방식을 취하고 있다면, 금융개혁 시범지역은 금융사 개혁과 금융 감독관리 강화 및 인접국(지역)과의 교류 확대를 통하여 민간경제 활성화와 금융업의 대외개방 수준을 확대하려는 목적을 가지고 있는 것이 특징이다.

개함으로써 중국과 직접적인 금융협력 방식을 모색할 수 있는 방안으로서의 금융개혁종합시험구 활용 가능성에 대하여 살펴보기로 한다.

## 2. 중국의 금융종합개혁시험구

중국의 금융종합시험구는 모두 5개로, 2012년 3월 28일 국무원 상무회의 결정에 따라 결정된 저장성 원저우 금융종합개혁시험구(浙江省温州市金融综合改革试验区), 2) 같은 해 6월 27일 국무원 승인을 거친 광둥성 주강삼각주 금융개혁창조혁신종합시험구(广东省珠江三角洲金融改革创新综合试验区), 3) 같은 해 12월 21일 국무원의 승인을 받은 푸젠성 취안저우 금융서비스 실물경제 종합개혁시험구(福建省泉州市金融服务实体经济综合改革试验区), 4) 2013년 11월 27일 승인받은 윈난성 광시장족자치구 옌벤 금융종합개혁시험구(云南省广西壮族自治区沿边金融综合改革试验区), 5) 2014년 2월 10일 승인된 칭다오 자산관리 금융종합개혁시험구(青岛市财富管理金融综合改革试验区) 등이 있다.

각각의 금융종합개혁시험구는 관련 성정부에서 올린 종합방안을 국무원의 승인을 거쳐 중국인민은행 등<sup>5)</sup>이 승인하고 공고하는 방식으로 지정된다. 이처럼 중국 국무원의 승인을 거쳐 지정된 5개 금융종합개혁시험구는 국가급 금융종합개혁시험구로서의 지위를 가지게 된다.

## 3. 5개 금융개혁종합시험구별 특징과 주요 내용

### (1) 저장성 원저우 금융종합개혁시험구

원저우 금융종합개혁시험구는 지방금융조직체계와 금융서비스체계, 민간자본시장체계, 금융리스크방지체계 등의 방면에 대한 선행시험조치 실시를 목표로 지정된 바 있다.

5) 예를 들면, 2012년 6월 27일 중국인민은행, 국가발전개혁위원회, 재정부, 국무원홍콩마카오사무관공실, 중국은행업감독관리위원회, 중국증권감독관리위원회, 중국보험감독관리위원회, 국가외환관리국이 공동으로 「광둥성 주강삼각주 금융개혁 창조혁신 종합시험구 건설 종합방안(广东省建设珠江三角洲金融改革创新综合试验区总体方案)」(银发【2012】158号)을 승인한 바 있다.

「저장성 원저우시 금융종합개혁시험구 종합방안(浙江省温州市金融综合改革试验区总体方案)」에서 밝히고 있는 원저우 금융종합개혁시험구의 주요 내용은 1) 민간금융의 관리제도 및 감시제도 규범화를 통한 규범적 발전 도모, 2) 촌진 은행, 대부회사, 농촌자금상호신용사 등 신형 금융조직의 발전 가속화, 3) 민간 자금의 적법한 설립을 유도하여 창투사, 벤처캐피탈기업 및 관련 투자관리기구 등의 전문 자산관리기구의 발전 도모, 4) 개인의 해외직접투자 시범업무 개시방안 연구와 직접투자 통로 규범화, 5) 국유은행과 주식회사형식 은행의 적법한 소형기업 전문대출기구 설립과 리스회사 등 비은행금융기구 설립지지 및 농촌 합작금융사의 주식제 전환을 통한 지방금융기구 개혁의 심화, 6) 영세기업과 3농(농촌, 농민, 농업)의 금융상품 및 서비스 혁신을 통한 다층적 금융서비스체계의 탐색과 소형기업 융자종합서비스센터 건립, 7) 비상장회사의 주식양도 및 기술 등의 재산권거래를 통한 지방자본시장의 발전, 8) 소형기업의 채권시장 참여를 통한 자금조달 촉진과 소형기업 재담보 체계의 건립 등 각종 채권상품 발전의 적극적 지지, 9) 보험서비스 영역 확대 및 전문업종과 산업군에 대한 보험상품 개발, 상업보험의 사회보장체계에 대한 참여지지, 10) 각 분야의 신뢰성 제고와 사법부의 공신력 제고를 통하여 소형기업 및 농촌 신용체계 구축을 추진함으로써 신용시장의 관리감독을 강화, 11) 금융업 종합통계제도의 구축과 감시예측 기능 강화를 통하여 지방금융 관리체계의 완비와 감독 공백화 방지, 시스템 리스크와 지역성 리스크의 방지, 12) 해당 지역의 금융리스크와 안정화에 대한 책임을 지방정부에게 부과함으로써 지방금융관리 책임 명확화, 금융종합개혁 리스크 방지 기제 구축 등이다.

## (2) 광둥성 주강삼각주 금융개혁창조혁신종합시험구

주강삼각주 금융개혁창조혁신 종합시험구는 9개 도시에서 도시금융개혁 창조혁신종합시험구를 운영하고 메이저우시에서 농촌 금융개혁 창조혁신 종합시험구를 운영하는 한편, 쩐장시에서는 도농간 종합 발전 금융개혁 창조혁신종합시험구를 운영하는 9+2 운영방식의 특징을 가지고 있다.

「광둥성 주강삼각주 금융개혁 창조혁신 종합시험구 건설 종합방안(广东省建设珠江三角洲金融改革创新综合试验区总体方案)」에서 밝히고 있는 주요 내용을 살펴보면 다음과 같다. 즉, 금융개혁 창조혁신 종합시험구에서는 1) 다층적 자

본시장체계의 구축을 통한 채권시장 활성화와 비상장공개회사의 주식양도 시장 어음시장 전자화 건설 등의 시범업무를 통한 현대적 금융시장 체계의 구축, 2) 비은행금융기구(자산관리공사·리스회사·재무회사 등) 설립과 민간자본의 금융산업 참여를 통한 금융조직 체계 완비, 3) 위안화 역외사용 확대, 자본항목 자유태환의 시범업무 시행, 금융자산의 증권화업무 실시를 통한 금융상품 및 서비스의 창조혁신, 4) 주장삼각주 금융일체화 발전 촉진, 5) 홍콩·마카오와 금융협력 확대, 6) 금융분쟁 사안에 대한 효율적인 심판과 중재기제 확립 및 신용체계 구축 실현을 시범업무의 내용으로 한다.

또한, 메이저우시 농촌 금융개혁혁신종합시험구에서는 1) 농촌택지·토지경작권 담보대출 방안에 대한 연구를 추진하고, 2) 농촌신용사 개혁, 촌진은행·대부회사·농촌상호금고 등 신형금융기구 설립을 통하여 농촌금융서비스 체계를 혁신하며, 3) 농촌 결제시스템 정비, 농촌금융서비스 자동화와 정보화 수준을 제고하는 것을 주요 내용으로 하고 있다.

편장시 도농발전 금융개혁혁신종합시험구에서는 1) 도시금융자원의 三農 자원을 촉진하고, 2) 도농금융기구 네트워크화를 통해 三農 전문경영 센터나 소형기업 설립을 촉진하며, 보험업무와의 연계를 강화하도록 하고 있다.

### (3) 푸젠성 취안저우 금융서비스 실물경제 종합개혁시험구

푸젠성은 대만과의 경제교류가 활발한 지역으로서 실물경제를 기반으로 한 화교자본이 풍부한 특징을 가지고 있다. 따라서, 취안저우 금융서비스 실물경제 종합개혁시험구에서는 금융기구의 분화를 체계화하고, 활력있는 금융시장 시스템을 확보하며, 다양화되고 기능화 된 금융상품 체계를 완비함으로써 실물경제에 자본이 대량 유입될 수 있는 기반을 조성하는 것이 목표로 설정되어 있다.

「푸젠성 취안저우시 금융서비스 실물경제 종합개혁시험구 종합방안(福建省泉州市金融服务实体经济综合改革试验区总体方案)」에서는 1) 실물경제를 기반으로 한 다원화된 금융조직 체계의 구축과 2) 소형기업 및 서민 금융지원 체계를 강화하며, 3) 농촌 신용사를 농촌상업은행으로 재편하고 우체국금융의 확대 및 농촌신용대출, 농촌보험의 확대 등을 통하여 농촌 금융서비스 능력을 제고하고, 4) ECFA를 통한 금융플랫폼 구축과 CEPA를 통한 선행시험조치 활용, 화교의 시범지역 내 금융사 주식 매입 지원 등을 통하여 대만·홍콩·마카오·화교자본과

의 금융협력을 강화하고, 5) 민간자금의 촌진은행대출전문회사, 농촌상호금고 등에 대한 투자를 지원하며, 각종 자산운용사 운영을 규범화함으로써 민간금융의 발전을 도모한다. 또한, 6) 기업의 상장을 지원하며, 비상장회사 주식 양도 시범업무를 실시하고, 각종 재산권 거래를 규범화함으로써 직접금융 규모를 확대한다. 그리고, 7) 민영기업의 보험서비스 수준을 제고하고, 8) 신용체계 확립과 사법공신력 제고를 통하여 금융리스크 방지 기제를 정비하는 것을 주요 내용으로 제시하고 있다.

#### (4) 윈난성 옌벤 금융종합개혁시험구

윈난성은 소수민족 밀집지역으로서 미얀마와 국경을 접하고 있는 국경지역으로서, ASEAN과 남아시아 국가와의 금융협력에 대한 교두보로 기능하도록 설립된 바 있다.

「윈난성 광시장족자치구 국경 금융종합개혁시험구 건설 종합방안(云南省广西壮族自治区建设沿边金融综合改革试验区总体方案)」에서는 1) 역외기구의 위안화결제계좌 개설과 국경간 위안화 국제결제업무 등을 통한 국제 간 위안화 업무 혁신과 위안화 사용 확대, 2) ASEAN과 남아시아 금융기구의 시범지역 진출을 장려하여 금융사의 경영능력과 위험관리능력을 확대하고, 3) 비상장기업의 주식양도 시범업무 시행 및 시범지역 내 상품선물거래에 필요한 물류시설 확보, 다양한 자원을 기초로 합법적인 상품 거래 시장의 규범적 발전 촉진 등을 통하여 다원화된 자본시장을 구축하고, 4) 국경간 위안화 결제업무를 수행할 수 있는 수출입신용보증보험을 개발하며, 양자 혹은 다자간 합작국제보험업무 협력을 개시한다. 그리고, 5) 농촌금융상품과 서비스 혁신을 통하여 ‘3농(三农)’ 금융서비스 능력을 강화한다. 6) 개인의 역외 직접투자 시범업무 시행, 시범지역 내 단기외채지표 규모 확대, 외자채 등기절차 및 외상투자기업 외환자본금의 결제·환전 절차 간소화 등을 통하여 무역투자 편리화를 추진하며, 7) ASEAN과 남아시아 국가와의 신용정보교류와 협력과 금융기초시설 건설의 국경간 협력을 강화하고, 8) 민간대차등기와 공증 자산평가 등 서비스 업무 전개를 통한 지방 금융 관리 체계를 정비한다. 또한, 9) 과학적 평가시스템 구축, 평가지표체계 구축, 정부 정보 공개화 추진을 통하여 금융개혁 리스크 방지 기제를 구축하며, 10) 국경 지역에 국경 간 금융 협력교류 플랫폼을 구축할 것 등을 밝히고 있다.



### (5) 칭다오 자산관리 금융종합개혁시험구

칭다오는 산동성에 위치하고 있는 연안도시로서 해양경제기반을 바탕으로 제조업과 서비스업이 골고루 잘 발달되어 있는 특징이 있다. 다른 금융개혁종합시험구들과 마찬가지로 칭다오 자산관리 금융종합개혁시험구도 칭다오가 가진 지정학적 입지와 산업발달 상황에 맞게 그 발전방안을 수립하고 있다.

즉, 「칭다오시 자산관리 금융종합개혁시험구 종합방안(青岛市财富管理金融综合改革试验区总体方案)」에서는 1) 전문화된 자산관리 기구의 구성과 관련 첨단 중개서비스 및 자율규제 구축을 통하여 다원화된 자산관리기구를 적극적으로 육성하고, 2) 자산관리 전문 시장을 육성하는 한편, 전문화된 서비스 수준을 제고함으로써 다양한 기능을 가진 자산관리시장을 발전시켜 나가도록 하고 있다. 또한, 3) 자산관리감독 개혁과 금융기구의 자산관리상품 개발 능력을 촉진함으로써 자산관리와 관련된 금융개혁과 혁신을 추구하며, 4) 실물경제를 기반으로 한 자산관리를 통하여 다층화된 자산관리서비스를 실시함으로써 자산관리서비스가 실물경제 수준을 높일 수 있도록 한다. 그리고, 5) 금융리스크 방지, 종합적인 금융감독체계 강화, 금융소비자 권익 보호 등을 통하여 금융 리스크 방지 기제의 수준을 제고하도록 하며, 6) 기반시설 확충, 전문 인력 양성, 자산관리 업무 통계 시스템 구축, 국제협력 심화를 통하여 우수한 자산관리 발전 환경을 조성하기 위하여 꾸준한 노력을 기울일 것을 주요 내용으로 제시하고 있다.

### (6) 소결

원저우 금융종합개혁시험지역은 민간자본이 풍부한 특성을 반영하여 개인의 해외직접투자를 허용하고 있는 점이 특징적이라 할 것이며, 주강삼각주 금융개혁창조혁신 종합시험구는 광둥-홍콩-마카오를 연결하는 지역으로서 환전자유화와 위안화 국제화를 위한 시험지역으로 운영되고 있다.

한편, 취안저우 금융서비스 실물경제 종합개혁시험구는 대만과의 경험을 연결하는 지역으로서 ECFA협정을 통한 실물경제를 기반으로 한 위안화 역외업무의 시험지역으로 기능하고 있다. 옌벤 금융종합개혁시험구의 경우에는 ASEAN과의 경제 협력 강화를 위한 교두보로 작용하면서 위안화 역외 업무 확대와 개인의 해외직접투자에 대한 시험업무를 통하여 금융협력 플랫폼 구축을 준비하

고 있는 점이 특징적이라 할 것이다.

칭다오 자산관리 금융종합개혁시험구는 다원화된 자산관리시장과 관련 전문 인력 육성을 통하여 실물경제 수준 제고 방안과 연계하고 있으며, 이는 2013년 칭다오시가 마련한 「칭다오시 국제무역 중심도시 건설 요강(青岛市国际贸易中心城市建设刚要(2013-2020年))」과 산둥성 정부가 국무원에 신청한 ‘칭다오 자유무역시범지역(青岛自由贸易试验区)’과 연계될 경우 한국에 대한 시너지 효과가 매우 클 것으로 기대된다.

#### 4. 한-중 금융협력방안에 대한 시사점

2013년 10월 8일 청도시는 「칭다오시 국제무역 중심도시 건설 요강(青岛市国际贸易中心城市建设刚要(2013-2020年))」을 수립한 바 있으며, 금융·보험·증권·물류·서비스 무역 분야에서 국가차원의 시범구로 지정받기 위해 노력 중에 있다. 산둥성 정부도 이미 국무원에 ‘칭다오 자유무역시범지역(青岛自由贸易试验区)’ 운용을 통한 시범업무 신청을 하는 등 제도적인 방안을 수립 중에 있다. 즉, 2020년까지 칭다오 자유무역시범지역의 운용을 통하여 동 시범지역 내에서 국제기준에 맞는 시장개방 수준을 확보하겠다는 것이 산둥성 정부의 정책이다.

특히, 위의 건설요강에서는 전자상거래 분야의 개방과 CEPA, ECFA 관련 정책을 충분히 이용함으로써 서비스무역의 창조혁신적 방안을 수립하겠다는 강한 의지를 밝히고 있어서 향후 칭다오에서는 한-중 간 협력을 통한 서비스산업이 크게 발전할 것으로 기대를 모으고 있으며, 이에 한-중 금융협력의 여지도 크다 할 것이다.

CEPA에서는 광둥성 선행시험조치의 시행을 통하여 광둥-홍콩-마카오를 연결하는 시범지역 운용 경험을 가지고 있다. 특히, 광둥-홍콩-마카오에서는 「주강삼각주지역 개혁발전계획 요강(珠江三角洲地区改革发展规划纲要) (2008-2020)」를 통하여 난샤 신구(南沙新区), 셴쩐 치엔허우하이 지역(深圳前海地区), 셴쩐-홍콩 협력 지역(深港河套地区), 주하이 형친 지역(珠海横琴新区), 주하이-마카오 변경협력 지역(珠澳跨境合作区) 등의 운영을 통하여 새로운 산업구조 분업체제와 새로운 형태의 협력체제를 구축해 나가고 있다. 한편, ECFA에서는 양안(两岸)교류와 협력 강화를 위해 2009년 5월 14일 「푸젠성 해협서안경제구

건설촉진에 관한 의견(国务院关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见)」과 2011년의 「12.5」 및 「해협서안경제구 발전계획(海峡西岸经济区发展规划)」을 통하여 ‘푸젠성 해협서안경제구(海峡西岸经济区)’를 운용함으로써 대만과의 경제협력 플랫폼을 완성한 경험이 있다.

이러한 CEPA와 ECFA 를 통한 광둥성과 푸젠성의 시범지역 운용 경험을 대폭 수용하겠다는 산둥성 정부의 의지와 이를 승인한 중앙정부의 입장은 향후 한-중 FTA가 산둥성 시범지역 운용을 통하여 그 개방폭을 넓혀 나갈 수 있음을 보여주고 있다.

특히, 금융 서비스 분야에서는 산둥성 칭다오시가 2014년 2월 10일에 「칭다오시 자산운용 관리 금융종합개혁 시험구 총체방안(青岛市财富管理金融综合改革试验区总体方案)」에 대한 국무원의 승인을 받은 상태이므로, 금융투자업의 발전이 크게 기대된다.

향후 산둥지역 특히 칭다오는 한-중 금융협력을 강화할 수 있는 교두보 역할을 하게 될 것이므로 한국 내에서도 한-중 금융협력 플랫폼 구축을 준비해 나가야 할 것이다. 원-위안화 직거래시장 개설과 위안화 청산결제은행 선정, RQFII 규모가 확정되면서 한국에서는 위안화 역외센터 구축을 위한 관련 인프라를 갖추게 되었으므로 위안화 관련 금융상품의 개발이 이어질 것으로 기대를 모으고 있다. 이에, 원화 국제화 방안을 포함하여 한국의 위안화 관련 금융상품이 중국 산둥성 시범지역과 한국측 한-중 경제협력 시범지역 모두에서 상호주의 원칙에 따라 활발하게 운용될 수 있는 제도적 기반을 마련하여야만 한다. 또한, 이러한 상호주의 원칙에 입각하여 시범지역 인프라구축 사업에 참여하는 투자개발회사로 하여금 정부 보증 등을 통한 원화-위안화 채권발행을 허용함으로써 양국의 사모투자를 통한 한-중 경제협력 활성화 방안도 함께 구상할 수 있을 것이다.

향후 중국의 금융개혁종합시험구를 활용한 구체적인 한-중 금융협력에 대하여서는 각 분야에서의 의견을 수렴하여 차별하게 종합적이고 상세한 내용의 협력방안을 모색해 가야 할 것이다.

\* '산동반도 남색경제구'와 '칭다오시 국제무역 중심도시' 건설

산동반도 남색경제구는 기본적으로 해양경제특구의 성격을 가지고 있으며, 그 운용에 있어서 육지-해양의 공간적 이점을 이용하여 경제개혁과 대외개방을 수행하려는 정책을 수립하고 있다.

상무부는 2012년의 「산동반도 남색경제구 건설에 관한 중일한 블록경제 협력 시범지역 건설 방안에 대한 상무부의 회신(商务部办公厅关于在山东半岛蓝色经济区建设中日韩地方经济合作示范区的框架方案的复函)」(商办亚函[2012]594号)을 통하여, '중-일-한 블록경제 시범지역'을 단순한 실험적 시범지역의 운용을 넘어선, 해양경제개발 모델로서의 시범지역으로 지위와 범위를 확장하였다.

이에 산동성 정부는 2012년 7월 23일 「산동반도 남색 경제구 건설에 관한 중일한 블록경제 협력 시범지역 건설방안(关于在山东半岛蓝色经济区建设中日韩地方经济合作示范区的框架方案)」(正鲁政办字[2012]111号)을 통하여, i) 중-일-한 정부 간 '경제협력 동반자관계'를 수립하고, ii) 중-일, 중-한 산업원 건설 협력과 iii) 중-일-한 경제무역 교류 포럼을 개최하기로 하며, iv) 보세항구와 종합 보세구역의 기능을 수행하기로 하였다. 또한, v) 항구 물류 협력을 강화하고, vi) 일본, 한국과의 항공노선을 증가시키기로 하였으며, vii) 투자·무역의 편리화를 추진하기로 하였다. 향후 산동성에서는 연안에 위치한 각 도시들의 경관을 활용한 문화, 스포츠, 관광 산업의 발전과 금융서비스업, 상무 서비스업(소프트웨어, 데이터, 창의산업, 중개 서비스와 컨벤션, 신종 유통업) 등의 발전을 위한 노력을 기울일 것으로 보이며 이를 통하여 산동반도를 국제수출기지로 성장시켜 갈 것으로 예상된다.

산동반도 남색경제구 7개 거점도시(칭다오, 웨이하이, 옌타이, 르자오, 웨이팡, 동잉, 빈저우) 중에서도 칭다오시의 경우 각종 목적별로 설립된 경제특구성 시범지역을 다양하게 운용함으로써 관련 정책과 규정을 마련해가고 있기 때문에 향후 한-중-일 경제협력에 있어서 가장 핵심적인 도시로 역할하게 될 것으로 전망된다.

칭다오시는 2011년 1월 1일 국가발전개혁위원회에서 마련하여 국무원의 승인을 받은 「산동반도 남색경제구 발전계획(山东半岛蓝色经济区发展规划)」과

2011년 2월 1일 산둥성에서 제정한 「산둥반도 남색경제구 개혁발전 시범업무 방안(山东半岛蓝色经济区改革发展试点工作方案)」에 따라 마련된 「칭다오 서해안신구 총체방안(青岛西海岸新区总体方案)」과 「칭다오 동자커우 지역 순환경제발전 종합계획(青岛董家口区域循环经济发展总体规划)」에 근거하여, 칭다오 자유무역시범지역 신청이 국무원의 승인을 받으면 자유무역시범지역을 동자커우항구지역(董家口港区)까지 확대함으로써 향후 한국과 일본을 잇는 항만무역·전자상거래·소비시장을 발전시키겠다는 목표를 밝히고 있다.

또한, 산둥반도 남색경제구 개혁발전 시범업무 방안에 따라 서해안신구에 2012년 정식으로 ‘중일한 혁신 산업원(中日韩创新产业园)’ 건설이 시작되었으며, 현재 그 지역에 인프라 구축이 진행 중이다. 건설계획 5년 이내에 중일/중한 혁신 산업원은 대(對)일본, 대(對)한국 일류 경제협력시범구로 구축될 예정이다. 10년 이내로, 중일/중한 혁신 산업원을 동북아시아에서 중요하고 모범적이며, 지속발전 가능한 국제화 혁신 협력원으로 건설할 예정이다.

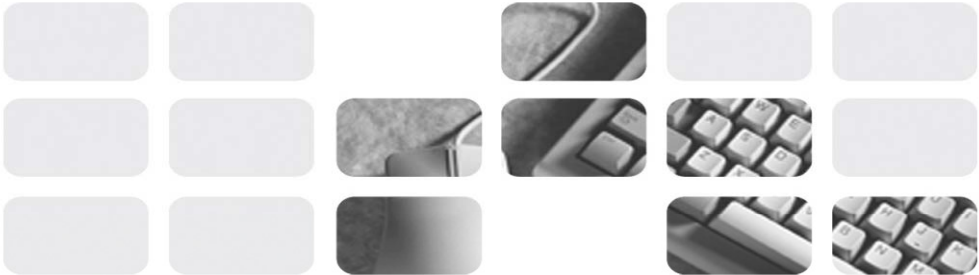
칭다오에서 운용되는 중일한 혁신 산업원은 칭다오시 서해안신구에 위치하고 있으며 중더(中德)생태원과 인접해 있다. 중-일, 중-한 혁신 산업원의 총 부지면적은 20km<sup>2</sup>이고, 1기 부지면적은 황도구(黄岛区)에 3.6km<sup>2</sup>, 교남시(胶南市)에 6.4km<sup>2</sup>로 10km<sup>2</sup>에 달한다. 혁신 산업원은 일본, 한국의 첨단 산업과의 협력을 중점적으로 추진하고, 다음의 네 가지 부분을 주로 포함한다. i) 소비류 전자산업기준을 통일하고, 상호 식별가능한 품질인증기준의 보급화를 추진하며, ii) 지식재산권 보호에 협력하고, iii) 통관 절차 및 무역 편리화에 협력한다. 또한, iv) 신재생에너지 자동차, 신재생에너지 장비와 응용, 해양생물과 해양 장비, 전자 정보와 소프트웨어, 애니메이션, 문화·창조, 국제항공과 항구물류, 관광업과 건강 서비스, 금융, 중개업과 무역 등 중점산업 영역에 대한 협력을 추진한다. 현재, 중한 협력 혁신 산업원에는 한국의 삼성전자와의 협력이 확정되어 있으며, 삼성그룹은 장차 원구(园区) 계획, 설계와 개발, IT를 비롯한 전자제품 제조, 녹색생태, 첨단 서비스업 등의 산업과 현대 스마트시티요소가 서로 결합한 생태스마트시티 건설에 전면적으로 참여할 예정으로 알려져 있다.



# 중국 법규

---

- 15. 중국 상장기업의 공시와 재무제표 감독관리
- 16. 중국 자산유동화(ABS) 법제의 변화와 발전







## 중국 상장기업의 공시와 재무제표 감독관리

김 태 호\*

### 1. 서 언

2014년 11월 17일, 마침내 후강통沪港通 시대가 열렸다. 한국 개인투자자들도 홍콩을 경유하여 중국 본토 주식에 직접 투자할 수 있게 된 것이다. 중국 경외 외국인들은 후구통沪股通을 통하여 상해증권거래소에 상장된 주식에 일 130억위안 (누적 3,000억위안)까지 투자할 수 있다. 상해180지수 주식, 상해 380지수 주식 그리고 홍콩과 상해에 동시 상장된 주식을 합하여 568개 종목이 투자 대상이다.

적격외국기관투자자(QFII)를 활용한 중국 본토 금융자산에 대한 투자는 이미 범용화되었다. 2014년 11월 9일 중국 국가외환관리국<sup>1)</sup>에 따르면 중국 정부는 QFII 제도 시행 이후 2014년 10월말까지 총 258개 기관에 약 640억 달러 규모의 QFII 자격을 부여한 것으로 집계됐다. 지난 7월 박근혜 대통령과 시진핑 중국 주석이 한중정상회담의 결과로 한국에 800억 위안 규모의 위안화 적격 외국인투자자(RQFII, 91개 기관에 2,944억위안 승인)<sup>2)</sup> 자격을 부여하였다. 이제 RQFII를 통한 금융상품이 시중에 판매되기 시작하였다.

중국이 QFII, RQFII 그리고 후강통을 통하여 점진적으로 금융시장의 대외개방을 확대하고 있다. 아울러 중국 본토 금융자산 투자에 가장 어려움을 주었던

\* (現) 딜로이트 차이나비즈니스센터 파트너, 중국정법대학 법학박사

1) 중국외환관리국(<http://www.safe.gov.cn/>), 2014년 11월 24일 현재

2) 중국외환관리국(<http://www.safe.gov.cn/>), 2014년 11월 24일 현재

과세문제의 불확실성은 재세 2014년 79호<sup>3)</sup> 및 81호 문건을 통하여 일단락되었다. 2012년 말 2억 달러에도 못 미쳤던 위안화 예금은 2013년 말 67억 달러로 늘어난 데 이어 2014년 10월 말 217억 달러<sup>4)</sup>까지 급증했다.

한국의 저성장과 저금리에 목마른 투자자들이 중국자본시장을 바라보는 눈길이 예사롭지 않다. 조금이라도 더 높은 이자율과 수익률을 위하여 중국금융자산에 투자하려는 대기수요를 감안하면, 중국금융시장이 한국경제에 미치는 영향이 급증할 것이라는 것은 충분히 예측할 수 있다. 10여개에 불과한 한국증권거래소에 상장된 중국기업들에서 공시 및 재무제표에 대한 문제가 가볍지 않다. 한국에 상장된 중국기업들이 문제가 발생하는 경우, 한국의 감독기관이 투자자 보호를 위하여 필요한 법적조치를 직접 취할 수 있다. 반면 QFII, RQFII 그리고 후강통을 통한 중국금융시장 투자에 문제가 발생하는 경우 한국 감독기관이 취할 수 있는 조치는 제한된다. 따라서 각 투자주체들의 중국금융시장의 공시와 재무정보 관련 제도에 대한 이해의 제고가 필요하다.

## 2. 중국 상장회사의 회계

### (1) 상장회사의 분식 가능성

중국 상무부 연구원 신용평가와 인정센터에서는 Themis 순수정량이상모형을 기초로 조사 분석한 보고서를 발행하고 있다. 중국 거시경제정책 결정을 위한 근거 데이터를 제공하고, 투자자들에게 부가가치 있는 정보를 제공하고, 안전한 투자로 유도하기 위한 것이다. 중국의 비금융상장회사의 전체 재무 데이터를 기초하고, 중국의 비금융상장회사의 전체, 산업, 업종, 지역의 분기별 재무안전정황과 모든 상장회사의 개별 재무안전 정황을 장기적으로 추적 분석하고 그리고 매년 비금융상장회사의 재무안전평가보고서를 발행한다. 2014년 5월에 춘계 보고서를 발행하였다.

---

3) QFII와 RQFII를 통한 양도차익은 2014년 11월 17일부터 잠정 면세한다. 반면 2014년 11월 17일 이전까지 발생한 양도차익은 과세하는 것으로 정하였으나, 한국계 QFII와 RQFII의 양도차익은 한중조세조약 적용 여부와 중국내 과세를 명확하게 할 필요가 있다.

4) 한국은행 11월 7일 보도자료, 2014년 10월말 거주자 외화예금 현황 등

2014년 5월<sup>5)</sup>에 2,213개 회사의 재무안정성 등급을 평가하였고, 744개 상장 회사에서 정도는 다르지만 재무제표의 분식 혐의가 있었으며, 이는 2013년에 비하여 142개 회사가 증가한 것이고 전체 상장회사의 33.62%에 해당한다. 산업별로 구분하면, 135개 부동산 상장회사 중에서 98개 회사가 정도는 다르지만 분식 혐의가 존재하였고 전체 산업의 72.59%에 해당한다. 다음으로는 상업 무역업으로 78개 상장회사에서 36개 회사가 분식 혐의가 존재하였고 전체 산업의 46.15%이다. 3위는 종합업종으로 49개 상장회사에서 21개 회사가 분식 혐의가 존재하였고 전체 산업의 33.62%이다.

Themis 재무제표 분식혐의란 재무제표 관련 회계 계정과목의 불합리한 변동과 문제기업의 계정과목의 비정상적인 통계를 종합분석방법으로 회사 재무제표의 분식 가능성을 판단하는 것이다. 상장회사 재무제표의 분식이 가장 엄중한 계정과목은 매출채권과 매입채무이다. 매출채권 대손충당금, 매출채권 은닉, 매입채무 은닉 등 혐의 회사가 전체 분식 혐의 회사의 86%이며, 다음은 매출원가(10%) 그리고 매출(4%)이다.

## (2) 상장회사와 행정처벌

중국 증권감독관리위원회가 공시한 중국 경내 상장기업 수와 중국 증권감독 관리위원회에 의하여 위법행위, 공모한 분식, 회계조작 등을 이유로 연도별로 행정처벌의 건수는 아래와 같다.

| 연도 | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014, 10월 |
|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 기업 | 1434  | 1550  | 1625  | 1718  | 2063  | 2342  | 2494  | 2489  | 2591      |
| 건수 | 38    | 35    | 49    | 57    | 48    | 56    | 56    | 79    | 88        |
| 비율 | 2.65% | 2.26% | 3.02% | 3.32% | 2.33% | 2.39% | 2.25% | 3.17% | 3.40%     |

상해증권거래소 상장회사 <http://www.szse.cn/main/marketdata/tjsj/jbzb/>

심천증권거래소 상장회사 <http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/>

증권감독관리위원회행정처벌<http://www.sse.com.cn/assortment/stock/statistic/overview/>

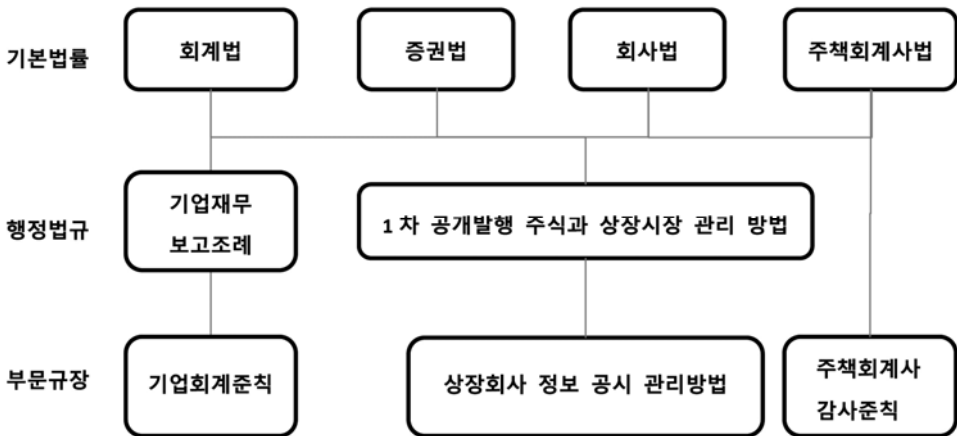
5) 中华人民共和国商务部研究院信用评级与认证中心, 中国非金融类上市公司财务安全评估报告(2014年春季), 52 페이지

공시 및 회계 문제로 인하여 행정처벌을 받는 상장기업들의 숫자가 증가할 뿐만 아니라 전체 상장기업 중에서 행정처벌을 받는 기업들의 비율도 역시 증가하고 있다. 공시 불량 및 분식 회계 문제가 증가함에 따라서 이를 대응하기 위한 감독관리 기관의 행정행위도 역시 강화되고 있음을 의미한다.

### 3. 중국의 회계 감독관리

#### (1) 중국의 증권시장 회계감독관리 법규체계

중국의 정부주도형 회계감독관리 제도에는 두 가지 특징이 있다. 전문적이고, 완전하고 그리고 전국적인 회계감독관리법규체계가 있다. 그리고 통일적이고 전국적인 회계감독관리 기구가 감독관리 업무를 담당한다.



(1) 공시 제도의 법률과 제도 개관<sup>6)</sup>

| 공시 내용    |               | 법률   | 행정 법규                                |
|----------|---------------|--|--------------------------------------|
| IPO      | 유가증권발행<br>신고서 | 회사법 135조<br>증권법 52, 69조                                    | 주식발행과 거래 관리 잠행<br>조례 15, 16, 17, 19조 |
|          | 상장신고서         | 증권법 69조  | 주식발행과 거래 관리 잠행<br>조례 32, 33, 34조     |
| 정기<br>보고 | 연도 보고         | 회사법 165조<br>증권법 66, 69조                                    | 주식발행과 거래 관리 잠행<br>조례 57, 59조         |
|          | 반기 보고         | 증권법 65, 69조  | 주식발행과 거래 관리 잠행<br>조례 57, 58조         |
|          | 분기 보고         |  |                                      |
| 수시<br>보고 | 중대 사건         | 증권법 67조  | 주식발행과 거래 관리 잠행<br>조례 60, 61조         |
|          | 합병 보고         | 회사법 174조<br>증권법 86, 87, 89, 94조                            | 주식발행과 거래 관리 잠행<br>조례 47, 48, 49조     |
|          | 기타            | 주주총회, 이사회 결의 등<br>상시적인 공고, 상해/심천<br>증권거래소에서 주식상장규칙<br>중의규정 |                                      |

관련 부문 규장: 상장회사 정보 공시 관리방법, 주식을 공개 발행하는 회사의 정보 공시 내용과 양식 준칙, 주식을 공개 발행하는 회사의 정보 공시 편집 규칙

## (2) 중국의 증권시장 회계감독관리 주체

중국의 법률상 회계감독관리의 주체를 명확하게 규정하고 있지 않다. 일반적으로 회계감독이란 회계정보의 진실성, 완전성을 보장하고, 회계정보의 왜곡과 회계감사의 실책을 억제하고, 회계정보의 가공, 검증 그리고 공시의 전 과정에 대한 감독관리하는 것이다. 또한 회계정보와 회계직업 2가지 방면의 감독 관리를 포함한다. 실무적으로 본다면, 중국의 회계감독관리는 재정부문 감독관리를

6) 万寿琼著, 上市公司信息披露与监管研究, 经济科学出版社 2012년, 92 페이지

위주로 한 정부 감독체계이다.

회계감독주체란 회계감독 행위의 구체적인 시행자이며, 어떠한 권한을 가지고 회계활동에 대하여 영향을 미치는 기구 및 인원이다. 중국의 회계감독관리는 3위1체(三位一体) 형태를 갖추고 있다. 내부감독관리와 외부감독관리를 결합하는 방식을 강조하는 것이다. 기업은 내부적으로 감사회, 감사위원 그리고 내부감사 등을 설치하여 기업의 회계행위를 감독 관리하는 것이다. 정부기관으로는 재정부, 증권감독관리위원회, 보험감독관리위원회, 인민은행, 세무국 그리고 증권거래소가 있다. 재 정부는 전국적인 회계업무를 책임지며, 재무부 산하에 회계준칙위원회를 설치하여 회계준칙과 회계제도를 제정하고, 기업의 회계조도를 규범한다. 증권감독관리위원회는 상장회사의 공시 사항을 감독하는 것을 책임지며, 예를 들어 주식공개발행회사의 정보 공시 실시세칙, 증권공개발행 회사의 정보 공시 규범의견 등을 통하여 상장회사의 정보 공시를 규범한다. 사회감독 기관으로는 회계법인과 법무법인이 있다. 회계법인은 독립감사준칙에 근거하여 상장회사의 회계 재무제표에 검증을 제공하고, 사회감독관리의 업무를 담당한다.

### (3) 중국의 증권시장 회계감독관리 객체

증권시장 회계감독의 객체는 증권시장 참여자가 증권시장의 회계활동과 행위이다. 회계감독이란 감독자가 피감독자의 회계활동에 대하여 법률, 행정, 경제 등 수단으로 감독과 관리하는 것을 말한다. 회계활동이란 회계정보의 인식, 측정, 기록, 가공, 보고 그리고 공시의 과정을 말하며, 회계정보란 관련 법률, 회계준칙의 제약을 받는 모든 기업의 회계자료를 의미한다. 중국 상장회사의 회계감독 대상은 상장회사, 회계 관련 임직원을 포함하여야 하며, 감독관리의 내용은 감독관리 회사의 회계행동과 행위 그리고 회계정보의 진실하고, 완전하고 그리고 적시적인 공시를 포함하여야 한다.

#### (4) 중국 상장회사의 재무회계 및 내부회계

중국의 회계 관련 가장 상위법률은 회계법으로 1985년에 제정되었다. 동 법률을 근거하여 1992년에 기업회계제도가 제정되어 운영되다가 2006년 2월 15일에 공포된 신 기업회계준칙(新企业会计准则, Accounting Standards for Business Enterprises)은 2007년 1월 1일부터 시행되고 있다. ASBE는 기본준칙 하나와 38개 구체준칙으로 구성되었다. 신 기업회계준칙은 중국 법률 및 제도에서 차이가 발생하는 것을 제외하고 국제재무보고기준(IFRS)의 대부분을 수용하여 중국 회계제도의 국제화를 추구한 것으로 평가된다.

재정부와 함께 증감회, 감사원, 은감회, 보감회(5부, 위원회)가 2008년 5월 22일에 기업내부회계제도기본규범(企业内部控制基本规范, 财会2008년 7호)을 제정하였고, 2009년 7월 1일부터 상장회사에서 적용하였다. 2010년 4월 15일에 5부, 위원회(财会2010년 11호)가 기업내부통제응용가이드라인(企业内部控制应用指引第1号——组织架构) 등 18개 응용 가이드라인, 기업내부통제평가가이드라인(企业内部控制评价指引)과 기업내부통제감사가이드라인(企业内部控制审计指引)을 정하였다.

기업내부통제 가이드라인은 2011년 1월 1일부터 중국과 해외에 동시에 상장된 기업이 먼저 적용<sup>7)</sup>하고 2012년 1월 1일부터 상해증권거래소와 심천증권거래소 주판시장(Main Board)에 상장된 기업들이 적용하였다. 동 가이드라인은 모두 18개 세부요소를 규정하고 있는데, 내부환경(1호~5호), 통제활동(6호~14호), 내부감독(15호~16호) 그리고 정보와 의사소통(17호~18호)으로 구분된다. 상장회사는 연도 평가보고서를 공시하여야 하며, 증권과 선물 업무 자격을 구비한 회계법인에서 내부통제의 유효성에 대하여 감사하고 감사보고서를 발행하여야 한다.

7) 胡慧娟著, 上市公司内部控制评价信息披露研究, 中国市场出版社2013년, 70 페이지, 2011년 연말에 상해와 심천에 상장된 기업중 내부통제자기평가보고서를 제출한 기업은 63.27% 그리고 내부통제외부평가보고서를 제출한 기업은 28.75%임

(5) 증권감독관리위원회와 증권거래소의 감독 기능의 구분<sup>8)</sup>

| 기능          | 증권감독관리위원회   | 증권거래소   |
|-------------|---|---|
| 조사권         | 주식상장 발행 조사, 회사채 발행 조사, 상장회사 전환사채 발행 조사, 상장회사 신주 발행 조사, 주식회사 해외 주식 발행과 상장 조사: 상장 회사의 인수, 증대한 자산 구조조정, 특정한 대상에게 주식을 발행하고 자산 인수, 감자, 합병, 분할 등에 대한 조사 | 증권(주식, 회사채, 전환사채) 상장 승인권, 국무원에서 수권받아 정부 채권의 상장거래 결정, 증권거래소는 법에 따라 상장회사와 관련된 각 당사자의 증권시장 활동에 대하여 자율 관리를 실행   |
| 정보 공시       | 법에 따라 정보 공시 문건과 공고의 정황, 정보 공개 사무관리활동에 대하여 감독, 상장회사 지배주주, 실질적인 지배인과 공시 의무자에 대한 감독, 거래소의 상장 규칙과 기타 정보 공개 규정을 승인                                     | 상장회사 정보 공시에 대한 일상 관리 감독 실시, 상장규정과 기타 정보 공시 규칙을 제정, 상장회사와 기타 정보 공시 의무자에 대한 정보 공시에 대한 감독, 즉시적이고 정확한 공시를 감독, 증권과 기타 파생상품 거래 실행에 대하여 즉각적인 감독. 상장 회사의 정보 공시 문건에 대한 형식적인 심사, 정기보고서에 대한 사전 등기, 사후 심사, 임시 보고서에 대한 사전 심사 혹은 사전 등기, 사후 심사 |
| 지배 구조       | 상장회사의 지배구조의 표준에 대한 명확한 규정을 제정   | 증감회의 규정에 근거하여 구체적인 규칙을 제정하고, 상장회사 지배구조 검사의 결과를 증감회에 보고  |
| 상장 회사 이해관계자 | 상장회사 이사 임명에 대한 비안 관리, 경내 상장회사와 그 이사, 감사, 고급 인원, 주요 주주의 증권법 법 규정의 의무를 관리감독   | 업무 규칙을 통하여 옆에서 기술한 이해관계자에 대한 자율관리   |
| 위법 처리 조치    | 거래소는 증감회사에 즉시적으로 상장회사의 위법 정황을 보고, 국가 유관 법률, 법규, 규장의 규정에 근거하여 증감회가 처벌, 증감회사는 거래소에게 상장회사에 대한 처벌을 진행 하도록 요구할 수 있음                                    | 상장 규정을 위반한 상장회사와 그 이해관계자에 대하여 비평, 질책 등 조치를 실시, 법에 따라 증감회의 처벌을 실시, 증감회에 처벌을 건의 할 수 있음  |

8) 上海证券交易所-万联证券研究所联合课题组, 上证联合研究计划第24期课题报告, 交易所在会计监管中的职能和定位, 18 페이지



#### 4. 맺음말

한국과 중국이 국교를 정상화한 후 20여년간 산업별로 명암의 차이가 있기는 하지만 제조기업의 중국투자는 성공적이라 평가된다. 특히 중국이 WTO에 가입한 이후 2001년부터 2013년까지 무역수지 흑자는 누적하여 3,643억달러<sup>9)</sup>로 한국 전체 무역수지 흑자의 126%로 한국 경제의 성장 및 건전화에 결정적인 역할을 담당하였다. 반면 은행, 보험사, 증권회사 등 금융회사들이 중국에 투자 진출하였으나 괄목할 만한 실적을 이루지는 못하였다. 재계와 정계에서 한국 금융회사들이 중국에서 새로운 성장 동인 찾기를 요청하는 것도 이러한 동향을 반영한 것이라 하겠다.

중국이 QFII, RQFII 그리고 후강통을 통하여 금융시장을 점진적으로 대외개방하는 것은 더 많은 투자대상을 확보하게 된 한국 투자자들에게 환영할 만한 일이다. 중국 금융시장이 한국 투자자들에게 수익을 보장하는 것이 아니니 마냥 환영할 만한 것은 아니다. 한국 개인투자자는 물론이고 기관투자자도 중국 회사법, 증권법 및 금융시장 관련된 법률 및 법규에 대한 더 깊은 이해가 필요하다. 금융시장의 구조, 참가자, 절차, 분쟁 등에 지식이 체계적으로 준비되지 않은 상태에서 투자는 자칫 의도와 다른 결과에 이를 수 있다.

중국 증권거래소 홈페이지<sup>10)</sup>에는 일부 종합적, 거시적인 정보는 영문으로 공시된다. 한국 투자자들은 중국 신문, 방송 및 언론에 노출되는 각종 정보에 접근이 제한된 것뿐만 아니라 투자 대상이 되는 개별 기업의 사업보고서, 감사보고서, 비정기공시사항은 중국어로 작성되어 접근성이 매우 떨어진다. 일부 증권사 및 자산운용사들은 중국에 대표처를 운영하고 그리고 중국 증권사와 공동으로 중국기업분석 한글 보고서를 제공하고 있다. 하지만 시장 및 개별 투자대상에 대한 적시적인 정보가 부재한 상태로 투자가 앞서는 것이 아닌 지 우려된다.

한국은 물론 미국 등 해외에 상장된 중국기업들의 회계투명성 문제가 투자 신뢰성 문제를 야기하였다. 중국 정부도 회계제도의 국제화, 내부회계제도의 도입 그리고 점점 엄격해지는 상장회사 관리를 통하여 이런 문제를 해결하려는 것으

9) 산업통상부 11월 4일 보도자료, 한중FTA 제14차 협상

10) 상해 <http://www.szse.cn/main/marketdata/tjsj/jbzb/>, 심천 <http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/>

로 이해된다. 중국과 해외에 동시에 상장된 기업 그리고 규모있는 기업들에게 먼저 내부회계제도를 의무적으로 도입하고 그리고 이런 기업들을 먼저 후강통 투자대상으로 한정된 중국의 제도는 적절한 것으로 평가된다. 반면 증권감독관리 위원회의 행정처벌 건수와 상무부에서 Themis 분석을 기초로 발표한 분식혐의 기업 숫자와는 차이가 상당하다. Themis 분석의 한계성을 감안하더라도 행정처벌을 받지 않은 기업들 중에서 분식회계의 가능성은 상당한 것으로 추정된다.

중국에 상장된 기업의 부실공시 및 분식회계 등으로 한국 투자자가 피해 발생, 소송 제기 그리고 보상된 사례는 아직 파악되지 않았다. 다행스러운 일이다. 향후 중국 금융시장에 대한 투자가 본격화된 후에도 이런 문제가 최소화되려면, 투자에 앞선 중국자본시장에 대한 체계적인 연구와 준비가 더욱 절실하다.

## 중국 자산유동화(ABS) 법제의 변화와 발전

최 용 원\*

### I. 서 언

한국은 1998년 금융위기를 계기로 자산유동화에 관한 법률을 제정하여 은행 등 금융기관의 부실자산을 자산유동화 방식으로 처리하는 법이 제정되었다. 10여년이 지난 지금 한국의 자산유동화 제도는 성숙한 단계에 있다고 볼 수 있다.

반면, 중국은 2005년경부터 중국의 은행, 신탁, 리스, 할부금융회사 등 금융기관을 감독하는 은행업감독관리위원회(이하 “은감회”)와 증권회사 등 증권관련 금융기관을 감독하는 증권감독관리위원회(이하 “증감회”)가 시범적으로 자산유동화 관련 규정을 제정하여 자산유동화 업무를 시작하였으나, 자산유동화가 활발하게 진행되지는 않았다. 특히 2008년 미국발 금융위기의 영향으로, 미국의 자산유동화 파생상품이 금융위기의 주 원인으로 지목되어, 중국의 자산유동화 감독당국이 한동안 자산유동화 증권 발행 허가를 내주지 않아 자산유동화 업무가 중단이 되었다.

그러다가, 2013년 7월에 국무원이 경제구조조정 촉진을 위한 금융에 관한 지도의견을 발표하여, 자산유동화를 정규화하기로 하면서, 자산유동화 발전의 새

\* (現) 법무법인 세종 북경사무소 대표변호사

최용원 변호사는 2006년부터 현재까지 법무법인 세종 북경사무소 운영하면서 한중 양국의 투자, 분쟁해결에 대해 법률 자문을 제공하고 있음

로운 전기가 마련되었다. 따라서 향후 중국의 자산유동화 업무는 활발히 진행될 것으로 예상된다.

이하에서는 중국의 자산유동화 법제의 발전과정을 설명하고, 그 특이점과 그 문제점을 같이 언급 하고자 한다.

## II. 중국의 자산유동화 법제의 발전과정

### 1. 법제 및 감독기관의 이원화

한국은 자산유동화에 관한 법률이라는 단일 법제하에 금융위원회가 자산유동화 계획의 단일 감독기관으로 자산유동화를 하고 있는데, 중국은 은감회, 증감회가 각각 별도로 자산유동화 규정을 제정하고 감독하는 이원화 체제를 유지하고 있다는 특색이 있다. 그렇다보니, 자산유동화에 대해 통일적인 법체계를 구축하지 못하여, 양 감독기관의 정책 및 그 법규 시행방법이 각각 다른 문제점이 있다고 본다.

이하에서는 은감회 및 증감회 각 규정의 제정 및 그 변화 과정을 각각 별도로 살펴보기로 한다.

### 2. 은감회의 자산유동화 법제의 제정 및 변화

#### 가. 2005년 시범실시 규정의 제정

2005년 4월 20일 중국 인민은행, 은감회는 <대출자산유동화 시범실시 관리방법(信贷资产证券化试点管理办法)>, 2005년 11월 7일 은감회는 <금융기관대출 자산유동화 시범실시 감독관리방법(金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法)>을 공포하고, 잇따라 관련 공시, 회계, 세무규정을 공포하였다.

이 규정에 따라, 2005년에 중국건설은행과 국가개발은행이 각각 개인주택담보대출과 기업대출을 기초자산으로 첫 자산 유동화증권을 발행하였고, 2005년~2008년까지 11개 은행이 그 보유 대출자산을 기초자산으로 하여, 유동화 계획 17건, 합계 약 667억위안의 자산유동화증권을 발행하였다. 그런데, 2008

년 미국발 금융위기로 인하여, 은감회가 Risk 통제를 이유로 몇 년간 자산유동화 계획 승인을 중단하였다.

2005년 규정의 주요 내용은 다음과 같다.

(1) 유동화 기초 자산: 은행의 대출자산으로 한정. 기초자산보유자(발기인, Originator)를 은행으로 한정.

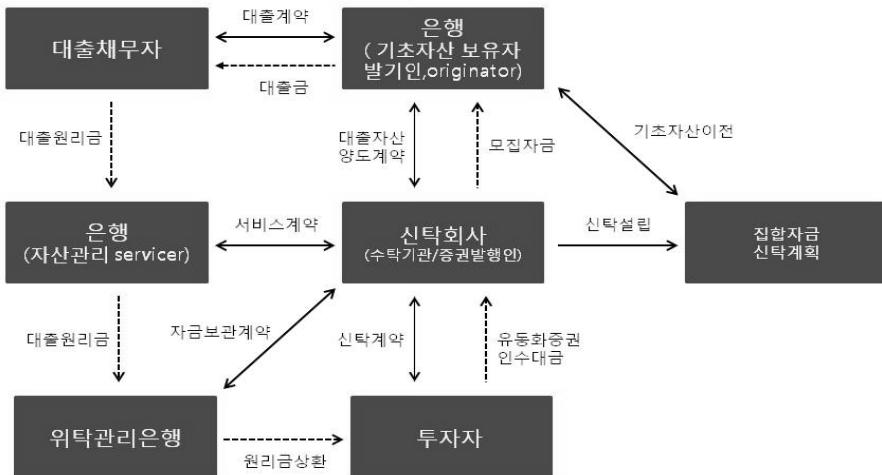
(2) 유동화증권을 발행하는 특수목적기구(特殊目的载体, Special Purpose Vehicle): 신탁회사에 신탁. 즉, 신탁 형식인 SPT(Special Purpose Trust) 형식을 택하고 있다. 이는한국 자산유동화에 관한 법률에서 택한 자산유동화전문회사 즉, SPC(Special Purpose Company) 형태와 다르다.

(3) 자산유동화 계획 허가 기관: 은감회. 감독기관에 등록만으로 자산유동화 계획을 시행하고 있는 한국과 달리, 중국은 은감회의 허가를 받아야 한다. 이로 인하여 은행의 자산유동화 업무가 활발히 진행되지 못하였다.

(4) 자산유동화 증권 거래 시장: 은행간 채권시장에서만 거래.

(5) 은행 대출자산 유동화 계획 주요 참여자: 기초자산보유자(발기인, Originator), 신탁기관(SPT), 자산관리서비스기관(Servicer), 자금보관기관

은행 대출자산의 자산유동화 과정을 도표로 예시하면 다음과 같다.



## 나. 2012년 시범실시 범위 확대

2012년 5월 17일 인민은행, 은감회, 재정부는 <대출자산 유동화 시범실시 확대에 관한 통지(关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知)>를 공포하여, 2005년 규정에 비해 기초 자산 등의 범위를 확대하였다.

(1) 기초자산 범위 확대: 국가 중대 기초인프라 대출, 농업관련 대출, 중소기업 대출, 지방정부 용자 플랫폼 대출, 녹색환경관련 대출, 전략적 신흥산업 대출, 문화창조산업 대출, 자동차 대출 등 다원화된 대출자산으로 확대. 즉, 기초 자산 보유자(발기인, Originator)를 은행뿐만 아니라, 감독기관이 승인하는 해당 대출자산 보유 기타 금융기관으로 확대. 다만, 자산보유자는 자산유동화 증권 중, 가장 낮은 등급 자산유동화 증권의 5%이상을 의무적으로 보유하여야 한다.

(2) 자산유동화 증권 투자자 범위 확대: 보험회사, 증권투자기금, 기업연금, 전국사회보험기금

2012년 9월에 국가개발은행이 위 통지 규정에 따라, 2008년 국제금융위기 이후 처음으로 101.7억위안 자산유동화증권 발행에 성공하여, 다시 대출자산유동화 업무가 재개되었다.

## 다. 2014년 자산유동화계획 허가제에서 등록제로 변경

2014년 11월 20일 은감회, <대출자산유동화등기업무절차에 관한 통지(关于信贷资产证券化备案登记流程的通知)>를 공포하여, 은행 등 금융기관의 대출자산유동화계획의 감독방식을 허가제에서 등록제로 변경하였다. 지금까지 감독당국의 자산유동화 계획 허가제로 인하여 자산유동화계획 허가를 획득하기가 쉽지 않았고, 자산유동화에 시간이 오래 소요되는 문제가 있어, 활성화에 큰 걸림돌이었다. 자산유동화 계획 등록제로 변경되어 향후 은행 등 금융기관의 대출자산유동화가 일상화되면서 크게 증가할 것으로 예상된다. 업계는 2015년에는 약 4000억위안의 대출자산유동화증권이 발행될 것으로 예상하고 있다.

참고로, 2005년부터 2014년 8월말까지 대출자산 유동화 증권 총 발행금액은 약 2775억 위안이었다.

### 3. 증감회의 자산유동화 법제의 제정 및 변화

#### 가. 2004년 시범실시 규정 제정

2004년 2월 1일 증감회, 〈증권회사 고객자산관리업무 시범실시 방법(证券公司客户资产管理业务试行办法)〉, 2014년 10월, 〈증권회사 집합자산관리업무 실시 관련 문제에 관한 통지(关于证券公司开展集合资产管理业务有关问题的通知)〉가 공포되어 증권회사는 고객자산관리업무 형식으로 자산유동화계획 시범 실시를 시작하였다.

(1) 자산유동화 기초 자산: 기업이 보유하고 있는 외상매출금 채권 등 자산.

(2) 유동화증권을 발행하는 특수목적기구(特殊目的载体, Special Purpose Vehicle)설립: 증권회사는 전문자산관리계획(专项资产管理计划, Special Asset Management Plan)설립. 증권회사 중 자산관리업무 영업을 할 수 있는 증권회사는 고객의 수탁자산관리업무 일환으로 전문자산관리계획을 설립하여 자산유동화 증권을 발행할 수 있다.

이 규정에 따라, 2005년 8월에 China Unicom의 CDMA 네트워크 임대료 수익권을 기초자산으로 하여 처음으로 자산유동화 증권 93.59억위안이 발행되었다.

다만, 2004년 시범실시 규정은 증권회사의 자산유동화 업무를 규율하기 위한 규정이라기 보다는 증권회사의 다양한 고객자산관리업무에 관한 사항을 규율하기 위한 것이어서, 전문적인 자산유동화에 관한 규정은 아니었다. 따라서 증권회사의 자산유동화 업무 실적은 아주 미미하였는데, 2005년 8월부터 2006년 8월까지 시범실시 1년여 기간 동안 9건의 자산유동화로 260억위안의 자금이 모집되는 것에 그쳤고, 여기에 더하여 2008년 미국발 자산유동화 파생상품으로 인한 금융위기까지 겹쳐 2006년 8월 이후 증권회사의 자산유동화 업무는 중단되었다.

#### 나. 2013년 증권회사 자산유동화 업무에 관한 규정 정식으로 제정

2013년 3월 15일 증감회는 〈증권회사의 자산유동화 업무에 관한 관리 규정(证券公司资产证券化业务管理规定)〉을 공포하였다. 이 규정은 증권회사의 자산유동화 업무에 관한 전문적인 규정이 처음으로 제정된 것을 의미한다. 2013년

이 규정 제정을 계기로 증권회사의 자산유동화 업무는 본격적으로 진행될 수 있게 되었다.

2013년 규정의 주요 내용은 다음과 같다.

#### (1) 자산유동화의 기초자산

기업의상대출채권, 대출채권, 신탁수익권, 인프라 시설 수익권 등 재산권, 상업용부동산 등 부동산 재산 . 은감회 규정인 은행의 대출채권 자산유동화에 관한 규정보다 기초자산의 범위가 훨씬 광범위하다. 다만, 기초자산 보유자(원시권리자, 原始權益人)는 다음과 같은 요건에 부합해야 한다.

- 생산경영이 법률, 행정법규, 회사 정관 및 내부규칙에 부합해야 함.
- 내부 통제 제도가 건전해야 함
- 계속 경영능력이 있고, 중대한 경영위험, 재무위험 및 법률위험이 없음.
- 최근 3년간 중대 위약, 허위 정보공시 또는 기타 중대 위법행위가 없을 것.
- 법률, 행정법규와 중국 증감회가 규정한 기타 조건.

자산보유자는 자산유동화계획이 존재하는 기간 동안 정상적인 생산경영활동을 유지하고 합리적인 지원을 해야 하고, 기초자산의 예상 현금 흐름에 대해 필요한 보증을 제공해야 한다. 만약 중대사항이 발생하여 유동화증권 투자자이익에 손해가 발생할 가능성이 있는 경우 즉시 서면으로 관리인에게 통지하여야 한다.

#### (2) 유동화증권을 발행하는 특수목적기구(特殊目的载体, Special Purpose Vehicle) 설립

증권회사는 전문자산관리계획(专项资产管理计划, Special Asset Management Plan)을 설립하여 자산유동화 업무 실시.

#### (3) 관리인(증권회사)의 자격 및 업무 범위

##### (가) 관리인의 자격요건

- 증권자산관리업무 자격 구비
- 최근 1년동안 중대 법규 위반으로 행정 처벌을 받지 않았을 것
- 완벽한 준법, 위험 통제 제도 및 위험 처치 대응 조치, 업무 위험의 유효한 통제 체제 구축



(나) 관리인의 업무 범위

- 거래주체 및 기초자산에 대한 실사
- 전문자산관리계획 존속기간 전문자산관리계획 및 자산유동화 증권 투자자의 이익에 중대한 영향을 기초자산 보유자(원시 권리자) 및 전문자산관리계획에 서비스를 제공하는 관련 기관이 법률규정 또는 약정에 따른 의무를 이행하도록 함.
- 자산유동화증권 발행
- 약정에 따라 모집자금을 즉시 원시 권리자에게 지급
- 자산유동화증권 투자자의 이익을 위해 전문자산관리계획의 자산을 관리
- 폐쇄적이고 독립적인 기초자산 현금 흐름 귀속 및 집계 체계 구축, 전문자산관리계획의 자산과 다른 자산의 혼합 및 횡령 등 위험 방지 체계 구축
- 원시권리자 경영상황 지속 및 기초자산 현금흐름 상황 감독 및 검사, 중대한 이상 상황 발생시, 관리인은 필요한 조치를 취하여 전문자산관리계획 자산의 안전을 유지.
- 약정에 따라 자산유동화증권 투자자에게 수익 배분
- 정보 공개의무 이행
- 전문자산관리계획의 종결, 청산
- 법률, 행정법규 및 증감회 규정 및 전문자산관리계획 설명서에 정한 기타 직책.

(4) 위탁관리인의 업무 범위

- 전문자산관리계획 자산의 안전 보관
- 관리인의 전문자산관리계획의 운영 감독. 관리인의 관리 지시가 전문자산관리계획 설명서 또는 위탁관리계약의 약정에 반하는 경우, 이를 시정할 것을 요구. 만약 시정하지 않는 경우 그 집행을 거절하고 즉시 관리인 소재지 증감회에 보고.
- 자산위탁보관 보고서 작성
- 전문자산관리계획 설명서 및 관련 기타 문건에 약정된 기타 사항.

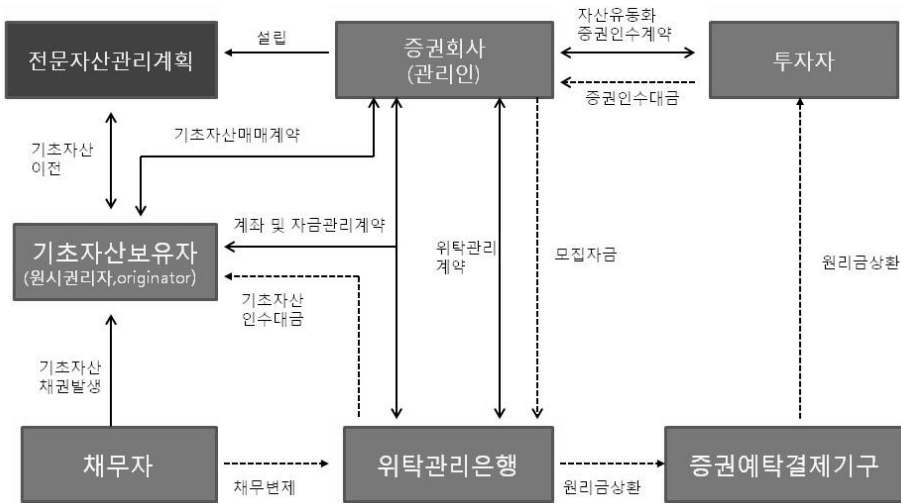
(5) 자산유동화 계획 허가 기관: 증권회사는 전문자산관리계획 설립 및 유동

화 증권 발행에 대해 증감회의 사전 허가를 받아야 한다.

(6) 자산유동화 증권 발행 및 거래장소

자산유동화 증권 투자자는 200인 미만이어야 한다. 즉, 사모형식으로만 발행 가능. 자산유동화 증권 거래장소는 증권거래소, OTC, 블록거래 플랫폼. 은감회 규정에 따라 은행이 대출자산 자산유동화를 하는 경우, 그 자산유동화 증권 거래를 은행간 채권시장에 국한하는 것과 비교하여, 그 거래 장소가 더 광범위하다.

위와 같은 증권회사의 자산유동화 과정을 도표로 예시하면 다음과 같다.



다. 2014년 자산유동화 관리인 등의 범위 확대

2014년 11월 19일 증감회는 <증권회사 및 기금관리회사 자회사 자산유동화 업무 관리 규정(证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定)>을 공포하여, 관리인의 범위를 확대하였다. 고객자산관리 업무자격을 갖고 있는 증권회사뿐만 아니라, 증권투자기금관리회사가 설립하고 특정고객 자산관리업무자격을 갖고 있는 기금관리회사의 자회사도 관리인 자격으로 자산유동화 업무를 할 수 있게 하였다.

기타, 자산유동화 기초자산으로 임대채권(즉, 리스 채권)을 추가하였고, 자산유동화 증권 거래 시장으로, 증권거래소, 전국 중소기업 주식 양도 시스템, 기구간 사모상품 청약 및 서비스 시스템, OTC로 확대하였다.

### Ⅲ. 중국 자산유동화 법제의 문제점

#### 1. 자산유동화 관련 규정의 법규제 체계의 문제점

자산유동화에 있어서 가장 중요한 부분이 기초자산 보유자 및 기타 유동화계획 참여자의 파산, 회생절차로부터 절연이 되는 것이다.

이에 대하여 증감회의 2013, 2014년 규정에 따르면, 자산유동화계획의 자산은 원시 권리인, 관리인, 위탁보관인 및 기타 업무 참여자의 고유자산으로부터 독립된다. 원시 권리자, 관리인, 위탁보관인 및 기타 업무 참여자는 법에 따라 해산, 파산 등 원인으로 청산을 하는 경우, 자산유동화계획 자산은 그 청산 자산에 속하지 않는다고 규정하고 있다(2013년 제3조, 2014년 5조). 은감회 관련 규정에도 동일한 문구는 있다.

기초자산 보유자, 발기인, 관리인 등 자산유동화 계획 참여자가 파산하는 경우 파산 절차 중 법원이 자산유동화계획의 자산을 부인할 위험이 있기 때문에, 자산 유동화계획 참여자의 파산으로부터 절연하는 것이 매우 중요하다. 그런데, 이들 증감회, 은감회 규정은 법률이 아니고, 행정부서의 하위규정에 지나지 않는다. 따라서 기업의 파산 및 회생 절차에 대해 규율하고 있는 법률인 중국 기업파산법에 따라 중국 법원이 자산유동화계획의 자산을 부인하는 경우, 증감회, 은감회의 하위 규정만으로 상위법인 중국 기업파산법에 따른 부인행위를 대항할 수 있느냐는 법체계상 문제가 있다. 따라서 중국의 법률 입법기관인 전국인민대표대회에서 시급히 중국 자산유동화법을 제정하여, 중국 기업 파산법과의 충돌 문제를 해결할 필요성이 있다.

참고로, 한국의 경우, 자산유동화에 관한 법률에 따르면, 자산관리자가 파산, 회생절차가개시되는 경우 위탁관리하는 유동화 자산은 자산관리자의 파산재단을 구성하지 아니하며, 유동화 전문회사는 그 자산관리자 또는 파산관재인에 대하여 유동화 자산의 인도를 청구할 수 있으며, 자산관리자가 위탁관리하는 유동화자산은 자산관리자의 채권자가 강제 집행할 수 없으며, 채무자 회생 및 파산에 관한 법률에 의한 보전처분 또는 중지 명령 대상이 되지 아니함을 명확히 하고 있다(12조)

## 2. 진실한 양도(True Sale) 관련 문제점

자산유동화 관련하여 또 다른 중요한 문제는 원 기초자산 보유자로부터 자산 양도가 진실한 자산양도(True Sale)인가 문제이다. 왜냐하면 원 기초자산 보유자가, 자산유동화계획에 따라 형식적으로 특수목적기구에 기초 자산 양도는 하였지만, 여전히 원 기초자산 보유자가 해당 자산의 추심 등 자산관리업무를 수행하기 때문에 기초자산 양도가 진정한 자산양도행위인지, 아니면 기초 자산 보유자가 금융을 위해 특수목적기구에 기초자산을 담보로 제공한 것에 불과한 것인지 논란이 있다. 그런데 이에 대해 은감회, 증감회 규정은 특별한 언급이 없다. 자산유동화에 있어서 True Sale 이슈는 법리상 매우 중요한 부분이므로, 향후 이에 대한 명확한 입법이 필요하다.

참고로, 한국 자산유동화에 관한 법률(13조)은 다음과 같이 True Sale 문제를 해결하고 있다.

유동화 자산의 양도는 자산유동화 계획에 따라 다음 각호의 방식에 의하여야 한다. 이 경우 이를 담보권의 설정으로 보지 아니한다.

- 매매 또는 교환에 의할 것.
- 유동화자산에 대한 수익권 및 처분권은 양수인이 가질 것. 이 경우 양수인이 당해 자산을 처분하는 때에 양도인이 이를 우선적으로 매수할 수 있는 권리를 가지는 경우에도 수익권 및 처분권은 양수인이 가진 것으로 본다.
- 양도인은 유동화 자산에 대한 반환 청구권을 가지지 아니하고, 양수인은 유동화 자산에 대한 대가의 반환청구권을 가지지 아니할 것.
- 양수인이 양도된 자산에 관한 위험을 인수할 것. 다만, 당해 유동화자산에 대하여 양도인이 일정기간 그 위험을 부담하거나 하자담보책임(채권의 양도인이 채무자의 자력을 담보한 경우에는 이를 포함한다)을 지는 경우에는 그러하지 아니한다.

## 3. 전문적인 자산유동화회사 부재

자산유동화를 위해서는 자산을 양도받고, 유동화증권을 발행할 특수목적기구(Special Purpose Vehicle)가 필요하다. 이에 대해 은감회 규정은, 특수목적기구로 신탁회사에 신탁하는 방식을 채택하고 있고, 증감회 규정은 특수목적기구

로 증권회사 자산관리업무 방식인 전문자산관리계획 방식을 채택하고 있고, 특수목적회사(Special Purpose Company)형태의 전문적인 자산유동화기구도 아직 없는 상태이다. 한국의 경우 유한회사 형태의 자산유동화 전문회사를 설립하여 자산 이전 및 유동화증권 발행을 할 수 있게 하고 있는 것과 대비된다.

#### IV. 결 어

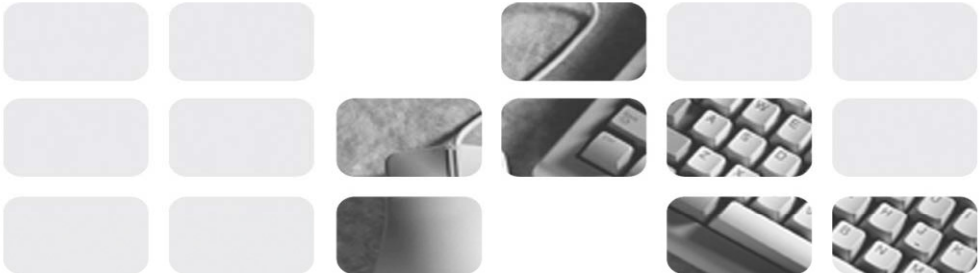
중국은 2005년경부터 자산유동화 업무 시범실시를 해오다가, 2013년부터 관련 규정을 정비하면서, 본격적으로 자산유동화 업무를 시행하고 있다. 특히 2014년 11월에 은감회가 자산유동화계획 허가제를 등록제로 변경하면서, 은행권의 자산유동화가 매우 활발하게 진행될 것으로 예상하고, 증권업계의 경우 자산유동화 관리인의 범위가 증권회사뿐만 아니라 기금관리회사(자산운용사)의 자회사까지 확대되어, 증권업계의 자산유동화도 더욱 활발하게 진행될 것으로 예상된다.

다만, 한국의 경우 자산유동화업무를 전업으로 하는 외국법인도 유동화 기초 자산을 이전받아 유동화 증권을 발행할 수 있고, 자산유동화 전문회사를 설립할 수 있는데 반해, 중국의 경우 아직 외국법인에까지 이러한 자산유동화 업무를 개방하지는 않고 있어서 향후 추가적인 개방조치가 필요하다고 본다.



# 글로벌 경제흐름 읽기

- 17. 중국의 금융자산에서 국부를 늘릴 기회 온다
- 18. 팩스시니카의 총아, 런민비
- 19. 급증하는 중국 관광객과 한국경제







## 중국의 금융자산에서 국부를 늘릴 기회 온다

김영익\*

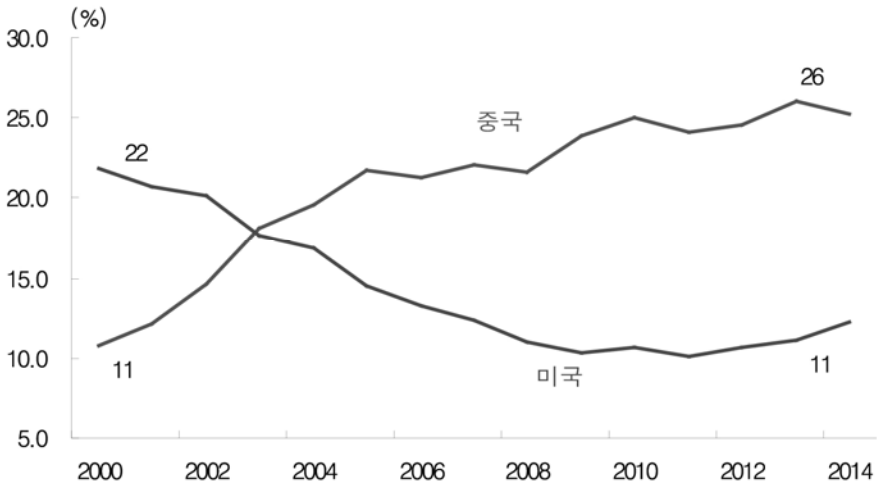
최근 중국과 자유무역협정(FTA)이 타결되었고, 원·위안화 직거래 시장이 개설되었다. 한국과 중국의 경제 관계가 그만큼 더 중요해진 것이다. 앞으로 한중간에 무역거래가 더 심화되는 가운데 금융 거래도 크게 늘 것으로 전망된다.

### 한국의 수출 중 중국 비중 크게 증가

원·위안화 직거래 시장이 개설되었다는 것은 우선 한중 교역 관계가 그만큼 커졌다는 것을 의미한다. 한국의 대중 수출과 무역수지 추이를 보면 직거래 시장 개설이 오히려 늦었다는 것을 알 수 있다. 1991년에 한국의 대중 수출이 10억 달러였으나, 2000년에는 185억 달러, 2013년에는 1458억 달러로 22년 만에 146배 정도가 증가한 것이다. 한국의 수출 중에서 중국이 차지하는 비중도 같은 기간에 1.4%에서 26.1%로 증가했다 특히, 중국 수출 비중이 2000년 이후로 급격하게 늘었는데, 2000년 10.7%에서 지난해는 26.1%로 증가했다. 같은 기간에 한국 수출에서 미국이 차지하는 비중은 21.8%에서 11.1%로 줄었다. 2014년 들어 중국의 경제성장률이 둔화된 반면 미국 경제는 회복되면서 11월까지 중국 비중은 25.2%로 줄고 미국 비중은 12.2%로 다소 늘었지만, 2003년 이후로 중국은 여전히 한국의 최대 수출 시장이다.

\* (現) 김영익금융연구소 소장

〈그림 1〉 한국 수출 중 미국 비중 줄고 중국 비중 늘어



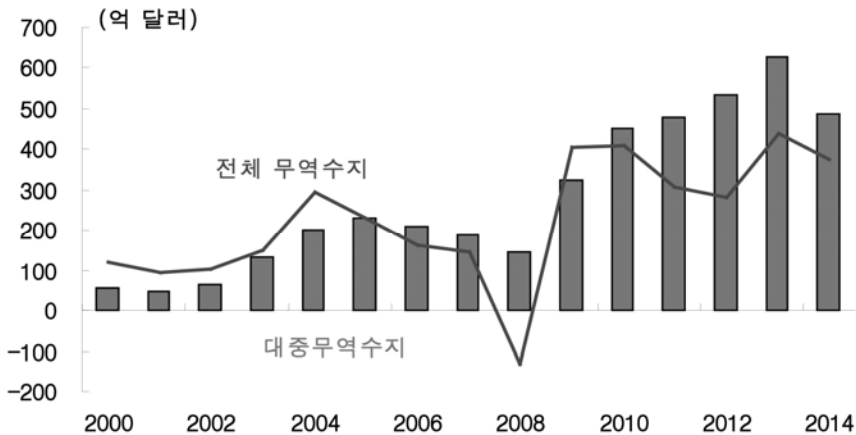
주: 2015년은 11월 20일까지

자료: 산업통산자원부

## 한국의 대중 무역수지 흑자 전체보다 많아

한편 무역수지를 보면 2005년부터 한국의 대중 무역수지 흑자가 전체 무역수지 흑자를 넘어서고 있다. 예를 들면, 2013년에 한국의 전체 무역수지 흑자는 441억 달러였으나 대중 무역수지 흑자는 그보다 187억 달러가 많은 628억 달러였다. 2014년에는 그 규모가 줄어들고 있지만(11월 20일까지 전체 무역수지 376억 달러, 대중 무역수지 487억 달러 흑자), 중국 한 나라에서 벌어들인 돈이 전체보다 많은 상황이 지속되고 있다.

〈그림 2〉 2005년부터 대중 무역수지 흑자가 전체 흑자보다 많아



주: 2015년은 11월 20일까지

자료: 산업통상자원부

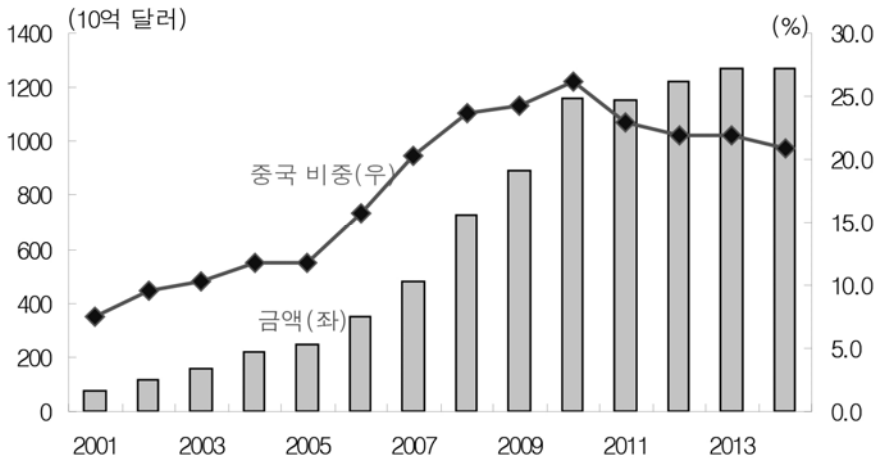
## 중국, 제조강국에서 금융강국 추구

지금까지는 중국이 한국 상품을 수입해가면서 거의 달러로 결제해주었으나, 앞으로는 위안화로 주겠다는 것이다. 중국의 목표는 금융강국과 더불어 위안화의 국제화이기 때문이다. 중국 정부는 그 동안 제조 강국 혹은 무역 강국을 추구했는데, 이 목표는 어느 정도 달성했다. 중국의 2013년 수출입 규모가 4조 1600억 달러로 미국을 앞질렀다. 또한 최근 후강통에서 볼 수 있는 것처럼 중국은 자본시장도 점진적으로 개방해 가고 있다. 대출금리의 변동폭 자유화에 이어 예금금리도 기준금리에서 상하 변동폭을 확대해 가면서 금리 자유화도 추진하고 있다.

중국의 자본시장 자유화 추진 과정에서 다른 국가의 자금이 중국으로 들어갈 것지만, 중국 자금의 타국 금융시장에 대한 투자도 늘 전망이다. 중국은 2014년 9월 말 현재 3조 8877억 달러의 외환을 보유하고 있다. 이 외환이 2010년까지는 주로 미국 금융시장에 투자되었다. 예를 들면, 2001년에 중국이 보유하고 있는 미국채가 786억 달러였으나, 2010년에는 1조 1601억 달러로 크게 증가했다. 이 기간 동안 외국인인 보유하고 있는 미국채 가운데 중국이 차지하

는 비중이 7.6%에서 26.1%로 증가했다. 특히 미국에서 금융위기가 발생한 2008년에는 사상 처음으로 중국이 일본을 제치고 최대 미 국채 보유국이 되었다. 그러나 2010년 이후에는 중국이 미 국채를 소폭 사들이는 데 그치고 있다. 2014년 9월 현재 중국이 보유하고 있는 미 국채는 1조 2663억 달러이고, 중국 비중은 20.9%로 낮아졌다.

〈그림 3〉 2010년 이후 중국의 미국채 매수 둔화



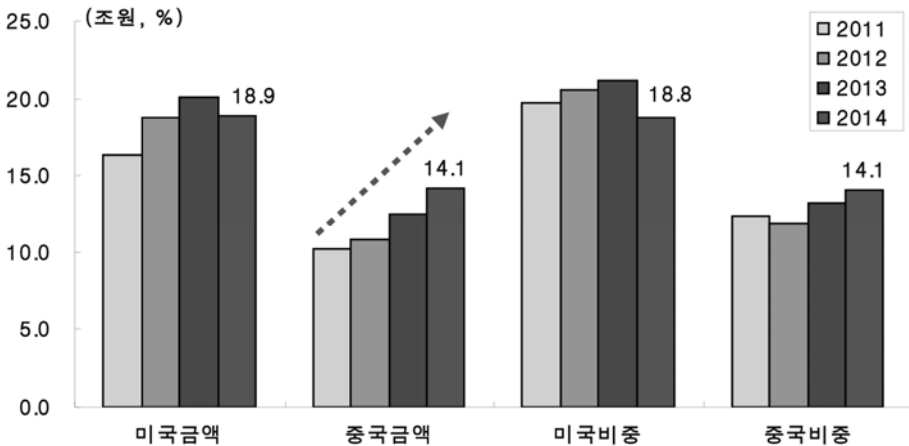
자료: 미 재무부

## 중국 자금, 한국채권시장으로 유입

중국은 미 국채 매수를 상대적으로 줄이는 대신에 유로존이나 신흥시장 투자를 늘리고 있는 것으로 알려지고 있는데, 이 자금 중 일부가 한국 금융시장으로 들어오고 있다. 우선 2014년 11월 현재 중국이 보유하고 있는 한국 상장 주식은 9조 7690억 원이고 시가총액의 2.3%로 아직은 매우 낮다. 그러나 2014년 11월까지 외국인이 보유하고 있는 상장주식 시가총액이 428조 4840억 원으로 지난 해 말에 비해 0.9% 감소했으나, 중국인이 보유하고 있는 시가총액은 16.0%나 증가했다.

한편 중국은 한국 채권을 꾸준히 사들이고 있다. 2014년 11월까지 외국인의 한국 채권 순투자가 5조 2840억 원이었는데, 이 중 중국의 순투자액이 1조 6330억 원(순투자금액의 30.9%)으로 가장 많다. 같은 기간에 미국이 1조 1890억 원 줄인 것과 대조를 이룬다. 이에 따라 한국 채권시장에서 미국이 차지하는 비중은 줄고 중국 비중은 늘고 있다. 미국 비중이 2014년 11월까지 18.8%로 전년 말 21.2%에 비해 줄었으나, 중국 비중은 같은 기간 동안 13.2%에서 14.1%로 늘었다. 중국의 경상수지 흑자가 지속되고 있기 때문에 중국 자금은 한국 채권 시장으로 계속 들어올 전망이다. 한국의 수출 시장에서 중국이 미국을 크게 앞지르고 있는 것처럼, 앞으로 5년 이내에 한국 채권 시장에서 중국이 차지하는 비중이 미국보다 높아질 가능성이 매우 높다.

〈그림 4〉 중국의 한국 채권매수 증가



주: 2014년은 11월 기준  
 자료: 금융감독원

### 한은, 위안화 매수로 디플레이션 압력 줄여야

지금까지 살펴본 것처럼 한국은 중국과의 교역에서 연간 600억 달러 정도의 흑자를 내고 있다. 여기다가 중국의 막대한 자금이 한국의 금융시장으로 유입되고 있다. 이런 돈들이 원·위안화 직거래 시장에서 거래되고, 머지 않아 원·달러 시장을 넘볼 수도 있을 것이다. 문제는 원·위안화 시장에서 위안화 공급이

수요보다 훨씬 많게 될 것이라는 데 있다. 한국의 대중 수입보다는 수출이 훨씬 많기 때문이다. 이렇게 되면 원/위안 환율이 재정환율로 결정될 때보다 더 떨어질 것이다. 즉, 원화가 위안화에 비해서 상대적으로 고평가 될 수 있는 것이다.

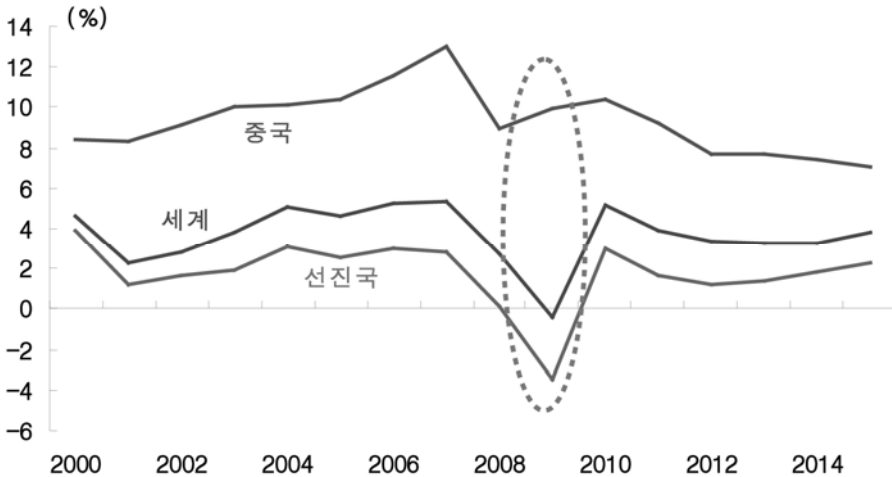
이를 막기 위한 방법은 크게 두 가지이다. 우선은 한국은행이 원·위안화 직거래 시장에서 위안화를 사주는 방안이다. 그러면 눈 앞에 다가오고 있는 디플레이션을 어느 정도 예방할 수 있을 것이다. 2013년 한국의 소비자물가가 1.3% 상승한 데, 이어 2014년 11월까지도 1.3% 상승에 그쳤다. 한국은행은 통화정책 운영체계로서 물가안정제를 채택하고 있는데, 2013~2015년 중 소비자물가상승률 목표를 2.5~3.5%로 설정했다. 그러나 지난 2년 동안 실제 소비자물가상승률은 이보다 훨씬 낮은 1.3%였고, 2015년에도 2% 이하일 가능성이 높다. 한국 경제가 잠재 성장 수준 이하로 성장하면서 디플레이션 압력이 높은데다 국제 원자재 가격이 하락하고 있기 때문이다. 한국은행이 시장에서 위안화를 사주면 통화공급이 더 늘어 디플레이션을 어느 정도 막을 수 있고, 나아가서는 자산 가격 상승을 통해 소비 부양 효과도 갖게 될 것이다. 미국 주가와 집값이 경기 회복을 반영해 오르고 있지만, 3차례 걸친 양적 완화로 풀린 돈이 자산 가격 상승을 통해 소비를 늘리고 있는 것도 부인할 수 없는 사실이다.

## 중국 금융시장에 투자해 국부 늘려야

다음으로 중국 금융자산에 투자를 늘리는 것이다. 한국은 그 동안 상품 수출로 중국에서 돈을 벌었으나, 이제는 무역수지 흑자로 들어온 위안화를 중국 금융시장에 투자해 더 많은 돈을 벌어야 한다. 앞서 살펴본 것처럼 중국의 목표는 금융강국과 더불어 위안화의 국제화이기 때문에 자본시장을 더 개방할 가능성이 높다. 최근 실시한 후강통은 시작에 불과하다. 앞으로 중국의 주식과 채권 시장이 더 개방되면서 저성장과 저금리로 국내에서 적절한 운용자산을 찾지 못한 한국 개인과 금융회사에게 중국은 상대적으로 높은 수익을 올릴 수 있는 투자처가 될 것이다.

더 멀리 내다보면 중국의 구조조정 과정에서 중국 자산을 싸게 살 기회고 있을 전망이다. 2008년 미국에서 시작한 글로벌 금융위기 여파로 2009년 세계 경제가 마이너스 성장(-0.4%)했으나 중국 경제는 10%나 되는 매우 높은 성장률을 달성했다.

〈그림 5〉 2009년 금융위기 때도 중국 경제는 10% 성장



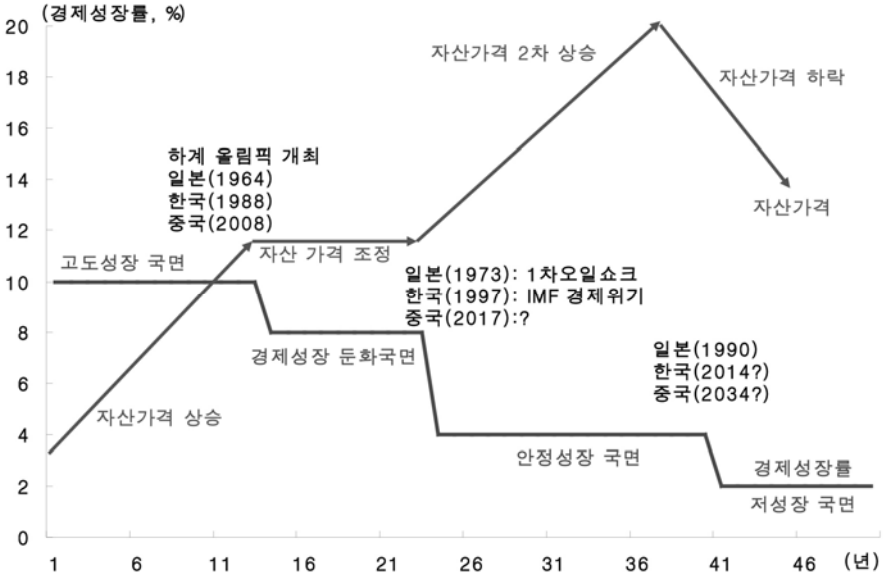
자료: IMF

## 중국의 구조조정 과정에서 투자기회

그러나 중국의 경제성장 내용을 보면 불안하다. 중국 정책 당국이 기업에 투자를 유도해서 그렇게 높은 경제성장을 한 것이다. 2010년 중국 국내총생산(GDP)에서 고정투자가 차지하는 비중이 46%까지 올라갔다. 세계 주요국의 평균이 22%인 것을 고려하면 매우 높은 수준이다. 투자 증가로 중국이 10% 경제성장을 했으나, 그 이후 국내외 수요가 부족해 공급 과잉 문제가 심각하게 드러나고 있다. 기업이 생산 능력을 늘려놓았으나 물건이 팔리지 않으니 부실해질 수 밖에 없다. 기업이 부실해지면 돈을 빌려준 은행도 부실해진다. 부실이 쌓이면 언젠가는 처리해야 한다. 한국이 겪었던 1997년 경제위기도 그 중 하나다. 당시 한국이 위기를 겪는 동안 외국인들은 한국 실물이나 금융 자산을 헐값에 사들여 큰 돈을 벌어들였다. 그 정도는 아니더라도 한국이 중국과의 교역에

서 벌어놓은 자금으로 중국의 금융자산에 투자해 국부를 늘릴 기회가 앞으로 2~3년 내에 올 전망이다.

〈그림 6〉 한중일 경제성장 국면 비교





## 팩스시니카의 총아, 런민비(人民幣)

### -세계는 지금 위안화 허브 전쟁중-

최현규\*

중국 통화 런민비(人民幣 위안화) 환율 동향이 지구촌 경제의 최대 화두다. 위안화 소식은 하루도 거르지 않고 글로벌 경제의 핫 뉴스로 다뤄지고 있다. 글로벌 투자자들은 상하이종합지수와 함께 중국 외환거래센터가 고시하는 대달러 위안화 환율과 위안화 현물환율에 주목하기 시작했다. 위안화를 소재로 한 신간 서적은 출판되기가 무섭게 베스트셀러가 되고 있다. 이제 위안화는 중국굴기의 심벌이라는 표면적 이유가 아니라 무역결제수단과 저축 투자수단, 각국 보유외환을 구성하는 글로벌 핵심 통화라는 본원적 측면에서 시장과 투자자의 주목을 받기 시작했다.

위안화 역외 시장은 아시아지역에서 유럽 등지로 급속히 확장되고 있다. 역외 위안화 허브경쟁도 점차 가열되고 있다. 2014년 중국은 홍콩과 싱가포르 런던 서울 등에 차례로 역외 위안화 시장을 촉진할 위안화 청산결제은행을 지정했다. 위안화 역외 허브에서 청산 업무를 담당하는 은행이 생겨나면서 위안화 교역이 크게 촉진될 것이란 관측이다. 이런 흐름속에서 우리나라도 2014년 12월 1일부터 은행간 원-위안화 직거래를 시작했다. 우리는 이미 “RQFII(RMB Qualified Foreign Institutional Investors, 위안화 외국인 적격투자자)한도 800억위안을 확보해, 무역 등으로 획득한 위안화로 중국 자본시장에 투자할 수 있는 발판을 마련했으며 이로 인해 위안화 수요도 갈수록 늘어날 전망이다.

\* (現) 뉴스핌 중국본부장

역외 위안화 예금규모도 크게 늘어나고 있다. 홍콩 위안화 예금 규모는 2014년 4월 기준 9598억 9800만 위안을 기록했다. 2014년말에는 이 수치가 1조 2000억 위안을 넘은 것으로 추산된다. 대만의 위안화 저축액도 같은 기간 사상 최고치인 2875억 3700만 위안을 기록했다. 전세계 위안화 예금규모는 2014년 1분기 기준 2조4000억 위안에 달한 것으로 집계됐다.

### ◇ 성큼 다가온 ‘세계 3대기축 통화’

2014년 한해동안 위안화 가치는 2.42% 하락세를 보였다. 2005년 7월 환율개혁 이후 위안화 가치는 대부분 기간 강세통화로서 상승기조를 유지해왔다. 세계 외환시장 관계자들은 예상못했던 상황이 벌어지자 위안화 환율 추세를 놓고 다양한 분석을 내놨다. 우선 위안화가치 하락 원인에 대해서는 정부가 중국 자본시장을 교란하는 국제 핫머니에 경고를 주기 위해 의도적으로 하락을 유도하고 있는 것이라는 주장과 중국 경기후퇴에 대한 우려로 외자가 감소하고 있기 때문이라는 진단이 엇갈렸다. 한편에서는 중국 당국이 향후 환율 시장화를 염두에 두고 시장 기능을 테스트하는 것이라는 분석도 제기됐다.

전문가들은 중국 중앙은행의 이런 움직임에 대해 변동환율제를 향한 구체적인 액션인 동시에 위안화 국제화라는 장기적인 정책 목표에도 한 발짝 더 다가선 조치로 풀이했다. 환율 변동폭 확대는 외환시장 개방도를 높이는 조치이며, 이는 변동환율제로 이행하는 하나의 과정으로 해석할 수 있다는 진단이었다. 중국의 변동 환율제는 (예금)금리 자유화와 연결돼 있으며, 중국이 궁극적으로 목표하는 위안화 국제화의 전제조건이기도 하다.

위안화 국제화를 향한 중국 당국의 이런 행보와는 별개로 갈수록 많은 학자와 경제 전문가들이 약속이나 한 듯 위안화의 장밋빛 미래를 점치며 위안화와 위안화 자산에 대한 배팅을 권유하고 있다. 세계적인 자산관리 전문가들은 위안화 자산을 매입한 투자자들에게 위안화 앞날에 불안감을 가질 필요가 없다고 역설하고 있다. 일부 서방 투자은행들이 중국 리스크를 거론하며 투자 유의를 당부하지만 대다수 전문가들은 위안화 미래를 밝게 내다보고 있다.

인민은행 위안화 기준환율은 2014년 12월 31일 달러당 6,1190위안에 고시됐다. 2015년 환율전망에 대해 전문가마다 견해가 다르지만 갈수록 환율 변동성이 커질 것이라는 데 대해서는 이견이 없다. 일부 전문가들은 2015년에도 미약하지만 강세행진이 이어지고 달러당 5위안 후반대까지 치솟았다가 다시 6위안대로 내려갈 것이라고 점친다. 하지만 어떤 경우든 위안화 가격이 결정되는데 있어 시장의 기능이 종전보다 강해 질 것이라는 점에는 큰 이견이 없는 듯한 분위기다.

중국 인민대 우샤오추(吳曉求) 금융증권 연구소장은 최근 중국 언론 인터뷰에서 “위안화의 한 방향 상승세는 이제 과거의 얘기”라고 지적한 뒤 “위안화 약세는 위안화환율 시장화가 촉진될 것임을 예고하는 것으로 향후 시장에 의한 등락이 구조화될 것”이라고 밝혔다. 우샤오추 소장은 최근 경제 종합 포털 매체인 ‘뉴스웍’과의 단독 인터뷰에서도 환율 제도개혁은 금리 자유화와 함께 위안화 자본계정 태환자유화(위안화 국제화)와 맞물린 문제라며 앞으로 경제의 펀더멘털과 시장수요에 따라 환율의 쌍방향 파동이 커질 것이라고 진단했다. 위안화 환율도 점차 신장타이(新常態 뉴노멀)의 새로운 표준에 따라 움직이게 될 거라는 얘기다.

글로벌 시장에서의 위안화 환율 결정 배경과 환경 역시 많이 달라지고 있다. 중국 푸단(復旦)대학 보고서는 2005년이후 위안화가치의 한방향 상승기에는 선진국 경제회복 - 중국 수출증가- 위안화절상 압력이 하나의 도식이었지만 지금은 예전과 달리 중국 수출국과 포트폴리오가 다변화돼 선진국 경기회복과 중국수출의 상관성도 다소 약화됐으며 이는 환율결정에 있어 시장의 역할이 그만큼 증대할 것임을 예시하는 것이라고 지적했다.

중국 당국은 이같은 환율 시장화 실험을 통해 한발짝씩 위안화 국제화를 향해 다가서고 있다. 위안화는 중국 경제 규모의 팽창에 힘입어 급속히 지구촌 중심 통화로 부상하고 있다. 위안화 무역결제 규모가 늘어나고 역외 위안화 예금 규모도 급격히 늘어나고 있다. 베이징대 국가발전연구원 린이푸 교수는 2020년~ 2030년에 가면 위안화가 달러 및 유로와 함께 세계 3대기축(준비)통화가 될 것이라고 호언했다. 2014년 상반기 위안화가치가 약세를 보이는 와중에도 세계 40개국 중앙은행은 향후 위안화를 외화준비통화에 포함시키겠다는 입장을 밝혀 주목을 끌었다. 이미 몽골 칠레 아랍에미레이트 볼리비아 등 적지않은 나

라가 위안화를 외환보유 통화로 편입시켰다. 일본은 지난 2012년 위안화 국제 매입을 승인한 바 있다. 위안화는 러시아와의 경협을 강화하는데도 강력한 무기가 되고 있다. 중국입장에서 볼때 모두가 위안화 국제화 행보에 고무적인 조치들이다.

## ◇ 경제글로벌화 자본시장 개방의 견인차

위안화 국제화를 목표하고 있는 중국은 상하이 자유무역지대(FTZ)내 기업들에게 위안화 자본계정을 통해 역외에서 저렴한 가격으로 위안화를 차입 할 수 있는 조치를 취하고 나섰다. 2014년 11월 17일 상하이 홍콩 주식 교차거래제도인 후강통을 출범시키면서 홍콩주민의 위안화 환전액 제한도 폐지했다. 이는 향후 위안화자본계정 자유 태환을 향한 또 하나의 실험적인 조치로 받아들여지고 있다. 중국은 이미 중국 본토의 일부 대만기업들에 대해 위안화 역외차입을 허용하고 있다. 이런 조치들은 위안화의 글로벌 수요와 사용을 확충시켜나가는 토대가 될 전망이다.

중국은 또 자본시장 개방을 확대하고 역외 위안화시장을 활성화시키기 위해 RQFII(위안화 적격 외국인 기관투자자)제도를 꾸준히 확대해 나가고 있다. RQFII는 해외에서 금융기관들이 위안화 표시 상품을 발행해 이 자금으로 중국 본토 A증시 (주식 채권 등 자본시장)에 투자할 수 있도록 하는 제도다. 중국은 이 제도를 2011년 홍콩에서 처음 시행한 뒤 지금은 아시아 각국과 EU국가 기관들로 대대적으로 확대하고 있다. 이 제도 도입으로 중국 밖에서 유통되는 위안화 혹은 외화가 증권기관이나 펀드운용사를 통해 중국 본토 증시로 유입되면 위안화의 국제화도 한층 촉진될 전망이다.

RQFII는 위안화의 글로벌 지위를 격상시키는데 중추적인 역할을 할 전망이다. 우리도 2014년 7월 시진핑(習近平) 중국 국가주석의 방한에 맞춰 RQFII 자격을 획득함으로써 앞으로 보다 자유롭게 중국 주식 및 채권시장에 투자할 수 있게 됐다. 기업과 은행들도 위안화 무역결제와 위안화 관련 상품 영업에 적극적이다. 위안화가 장기적으로 강세 통화의 위상을 굳힐 것이라는 점에서 볼때 위안화 자산은 여전히 매력적인 투자 대상이라고 전문가들은 입을 모은다. 최

근 여러 정황을 감안할 때 한국 정부도 중앙은행 보유 외환의 바꾸니에 위안화를 본격 포함시켜 나갈 것으로 예상된다.

중국 외환 시장 전문가들은 2014년초에 시작된 위안화 약세가 중국 경제의 펀더멘털 불안에 기인한 것이 아니란데 의견을 같이하고 있다. 장기적 관점에서 위안화 가치가 미국 달러에 대해 강세로 돌아서리라는 것은 중국 경제의 글로벌 위상에 미뤄볼때 불문가지라는 주장이다.

2014년 중국은 정부 성장 목표치 7.5%를 사실상 달성하지 못하는 상황이 됐다. 경기 하강속도가 빨라지면서 서방기관들은 차이나 리스크와 관련한 갖가지 예측을 내놓고 있다. 하지만 중국은 이를 근거 없는 억측이라고 반박하고 경제는 합리적인 중속성장(7%좌우) 단계로 전환하고 있다고 강조한다. 2014년 1분기 기준 중국의 외환보유액은 3조 9400억 달러에 달했다. 2014년 상반기에는 4조달러를 넘어섰다. 전문가들은 단기적으로 외자가 유출된다 해도 펀더멘털에 이상이 없고, 미국 국채 보유액도 2014년 4월 현재 1조2632억 달러에 이르고 있어 중국경제와 위안화 앞날은 낙관적이라고 주장한다.

### ◇ ‘신생통화 런민비’, 달러패권에 도전장

중국이 2005년 7월 관리변동환율제를 도입했을 당시에 해도 위안화는 달러당 8위안대였으나 2006년 5월 7위안대에 들어섰고 2년 뒤인 2008년 4월께 6위안대에 진입했다. 위안화 가치는 2005년 환율개혁(복수 통화바스켓 관리변동환율제) 이래 장기 상승세(환율 하락)를 보여 왔다. 장기 강세기조를 유지하던 위안화 가치는 2014년 2월 돌연 하락세로 반전됐다. 위안화 가치는 2014년 6월까지 약 3%정도 하락했다. 이처럼 위안화 가치가 추세적 하락세를 보인 것은 2005년 환율 개혁 이후 9년만이다.

다만 기타국에 비해 여전히 높은 중국 성장세와 지구촌의 중국경제 위상을 감안할 때 장기적으로는 다시 강세 전환될 것이라는 게 전문가들의 분석이다. 글로벌 경기둔화에도 불구하고 중국 경제는 여전히 7%대의 고성장세를 유지하고 있다. 투자 기관들은 이런 점에 비춰볼 때 위안화 가치가 멀잖아 달러당 5위안 시대에 접어들 것이라고 내다본다.

2014년 중반 서방쪽에서 흥미로운 주장이 제기됐다. 중국이 2014년 실질구매력(PPP) 기준으로 미국을 짓치고 세계 1위 경제국이 될 것이라는 예측이다. 전망대로라면 중국은 1872년 영국 대신 미국이 차지했던 세계 1위 경제국 지위를 142년 만에 넘겨받게 되는 것이다. 중국은 이미 명목 GDP기준으로 2005년~2007년 프랑스와 영국, 독일을 차례로 짓쳤다. 2010년에는 일본마저 짓치고 세계 제 2위 경제대국으로 올라섰다.

세계 중심무대를 향한 중국굴기의 행진 속도는 갈수록 맹렬해지고 있다. 장끌로드트리셰 전 EU중앙은행 총재는 2014년 6월 베이징을 찾아 “중국의 고도성장은 19세기 영국 산업혁명을 능가할 정도다”라고 진단했다. 글로벌 무대에서 펼쳐지는 ‘팍스시니카’의 향연은 중국을 바라보는 세계인들을 전율케하고 있다.

위안화는 바로 ‘팍스시니카’를 상징하는 시대의 아이콘이다. 1978년 개혁개방 이후 중국이 거둔 경제성공은 무엇보다 중화인민공화국 보증수표이자 법정화폐인 런민비(人民幣 위안화)의 국제 위상을 한껏 드높이고 있다. 경제규모의 팽창과 글로벌 영향력에 발맞춰 달러패권에 도전하는 위안화 국제화 행보도 갈수록 맹위를 떨치고 있다.

## ◇ 위안화의 어제와 오늘, 그리고 내일

글로벌 영향력 확대와 달리 위안화가 국제 기축통화가 되기에는 아직 한계가 많다. 당장 자유태환 기능이 결여돼 진정한 글로벌 통화가 되는데 제약을 받고 있다. 위안화로 국경을 넘나드는 투자와 저축을 자유롭게 하기 위해 중국은 상하이 자유무역구(FTZ)등지에서 위안화 자유화를 적극 실험하고 있다. 2020년 이전에는 위안화 자본계정 자유화가 제고돼 자본 유출입이 활기를 띠면서 위안화 국제화가 한층 촉진될 전망이다. 중국 당국은 그 전에 금리자유화(예금금리 자유화)와 환율 시장화 등을 진척시킨다는 복안이다. 2015년~2016년엔 위안화가 국제통화기금(IMF) 특별인출권(SDR)에 편입될 전망이다.

전 세계가 주목하기 시작한 붉은 중국 돈(홍비(紅幣)), 즉 위안화의 공식 명칭은 ‘런민비(人民幣)’다. ‘인민의 돈’이라는 뜻이다. 권력은 총구에서 나오고,

그 권력은 공산당이 장악하고 있지만, 재화는 인민(백성)들의 수중에 있고 그 재화로서 백성들을 행복하게 해주겠다는 의미를 담은 것이다. 돈의 주인이 더 이상 봉건시대 황제가 아닌 일반 라오바이싱(老百姓국민)이라는 선언인 셈이다. 그래서 어떤 중국인들은 위안화를 ‘혁명화폐’라고 말한다.

런민비는 연료에 있어 미국 달러와 비교가 안되는 신생 통화다. 그러나 30여 년 역사의 ‘중국 시장경제’에 비해선 두배나 오래됐다. 중국 공산당은 국공 내전 말기 1948년 12월 허베이(河北)성 스자좡(石家庄)에서 중앙은행격인 런민(人民)은행을 발족, 현재의 위안화인 통일화폐 런민비를 처음 발행했다고 한다. 경매시장 등에서 천문학적 가격에 거래되는 이 첫 런민비는 세계 화폐 소장가들이 가장 가지고 싶어하는 통화로 ‘돈주고도 못사는 돈’이 됐다.

당시 위안화는 5만, 1만, 5,000, 1,000, 500, 100위안권 등 고액권으로 발행됐으며 이 화폐는 1955년 구화폐와 1위안 대 1만위안의 교환비율로 통화개혁을 맞는다. 이후 30여 년간 10위안짜리가 고액권으로 통용됐으며 1987년 50위안권과 100위안권 런민비가 발행된다. 지난 1999년 5차 신권 발행으로 이들 고액권 통화는 현재 모습으로 문양이 바뀌었다. 어떤 이들은 공산당 창당 초기인 1924~1927년 해방구를 중심으로 ‘인민화폐’가 사용됐다고 주장하기도 한다. 국민당 장제스 군대와 전쟁중이던 1932년 중화소비에트공화국은 중앙은행격인 국가은행을 설립하고 마오쩌둥의 친동생 마오쩌민(毛澤民)을 초대 행장에 앉히기도 했다.

런민비라는 중국 돈의 원시적 기원은 3,000여 년 전 고왕조시대로 거슬러 올라간다. 베이징 톈안먼(天安門) 광장 서편 골목에는 근대식 3층으로 된 ‘첸비(화폐)박물관이 자리 잡고 있다. 한국은행 소공동 화폐박물관과 같은 곳이다. 이 곳은 고대 상(商)나라 때부터 현재의 런민비 까지 중국 돈의 역사를 한눈에 돌아볼수 있는 장소다. 원시사회 조개 돈과 청동 패돈, 기원전 770년 춘추시대 뽕족삽 모양의 청동 ‘푸비(布幣)’, 전국시대의 ‘다오비(刀幣)’와 황토 주조틀이 눈길을 끈다.

박물관 1층 전시실엔 진(秦) 왕조의 시황제가 기원전 221년 통일왕조를 세운 뒤 ‘팡궁위안(方孔圓, 주변이 둥글고 가운데가 네모로 패인 모양)’형의 동전을

주조했음을 보여주고 있다. 팡궁위안이라는 이 동전은 이후 2,000여 년간 중국을 포함한 아시아 주변국 화폐 모양의 원형이 됐다. 이곳 안내원은 “친왕조의 돈은 ‘반량첸(半兩錢)’이라 해서 무게로 단위를 표시했다”며 이때부터 위안화와 같은 통일적 단위의 화폐운영이 이뤄졌다고 설명한다.

서한(西漢) 때는 경제발전으로 화폐 사용이 급증하면서 ‘우주첸(五銖錢)’이 선을 보이고 중앙정부가 중앙은행과 유사한 기구를 통해 화폐를 통일적으로 만들어 관리했다. 이 시기 실크로드를 통해 서역과의 교역이 번성하면서 중국 최초로 러우란(樓蘭)국, 위전국 등의 ‘외환’이 통용됐다고 한다. 수천년이 지난 요즘 영국과 독일 프랑스 등 유럽국가들의 런민비(위안화) 교역과 위안화 금융허브에 대한 관심과 열기는 ‘한(漢)제국의 르네상스’가 세기를 넘어 부활하고 있음을 보여주는 것 같아 흥미를 끈다. 한나라를 지나 당, 송, 명 때에 와서는 액면 자체를 중시하는 계수화폐와 지폐 등이 등장하고 청대에는 일종의 어음인 관표와 은화 등이 발행됐다.

## ◇ 위안화, 21세기중국 ‘시대의 아이콘’

위안화 위상 제고는 중국경제의 팽창과 미국경제의 상대적인 부진을 반영하는 현상이다. 4조달러에 이르는 엄청난 규모의 중국 외환보유고는 위안화 경제의 막강 파워를 웅변으로 말해주고 있다. 위안화는 결국 강대해져가는 중국 경제력의 소산이며 국가번영의 결정체라고 할 수 있다.

하지만 불과 20년 전만 해도 중국 런민비는 천덕꾸러기 취급을 받기 일쑤였다. 1978년 개혁개방 후에도 물물교환과 배급 관행이 지속되면서 화폐의 존재감은 계속 빛을 발하지 못했다. 외국인들도 중국여행 때 ‘위안화 태환권’ 정도나 화폐로 여겼을 뿐 중국의 법정화폐인 일반 위안화는 거들떠보지를 않았다. 철저히 외면당했던 위안화는 지금 글로벌 경제대국 G2, 중국을 대표하는 시대의 아이콘으로 모습을 바꿨다. “옛날에는 비단과 도자기가 중국의 상징이었다. 20세기에는 텐안문과万里長城(萬里長城)이 중국을 대표했다. 21세기에는 중국 하면 떠오르는 것은 위안화가 될 것이다.” 중국의 자오하이쥘(趙海均) 교수는 ‘중국 경제전략’이라는 책에서 이렇게 술회했다.



중국은 요즘 위안화 국제화를 위한 준비작업에 한층 속도를 내고 있다. 무역 결제화폐의 지위를 확대하고 자유태환을 앞당기며, 중국에는 대외지급을 위한 준비통화, 즉 기축통화로서 지위를 갖춰가겠다는 전략이다. 지난 2011년 중국의 전지역으로 역외무역 위안화 결제제도가 확대 시행된 뒤 아시아뿐만 아니라 다른 대륙으로 위안화 무역 결제가 무서운 속도의 확장세를 보이고 있다. 중앙은행 관계자는 오는 2017년 안에 위안화의 자유태환이 부분적으로 가능해질 것이라고 내다봤다. 위안화는 이미 동남아 국가와 북한, 몽골, 러시아 등지에서 무역 결제 및 예금 통화로 위력을 발휘하고 있다.

위안화 저축과 거래는 기존 위안화 허브인 홍콩은 물론 세계 전역으로 확산돼가는 분위기다. 홍콩 통화 당국은 2014년 4월 홍콩의 위안화 저축액이 양도성예금증서(CD)를 포함해 1조 1693억 위안(약 199조 1700억 원)에 달했다고 밝혔다. 위안화는 약 5년 안에 홍콩에서 홍콩 달러처럼 자유 유통될 것이라는 관측도 나오고 있다. 위안화 채권 시장 규모도 크게 팽창하고 있다. 홍콩일대의 딤섬본드와 포모사본드(대만에서 발행되는 위안화 표시채권), 라이온시티 본드(싱가포르에서 발행되는 위안화 표시채권)는 물론 영국 프랑스 독일 등 유럽에서도 위안화 채권발행이 봇물을 이루고 있다.

### ◇ 브레튼우즈 체제 뒤흔들 ‘붉은 지폐’

위안화의 대외영토 확장을 위해 중국은 대내적으로 위안화 환율제도 개선과 위안화 자본계정 자유화를 한층 서두르고 있다. 달러와 황금, IMF신용을 기초로 한 브레튼우즈 체제가 70년을 맞은 가운데 위안화의 글로벌 사용이 급증하고 아시아 및 유로화 경제권의 위안화 허브가 급진전되면서 국제통화 체제의 다극화가 촉진될 것이라는 관측도 나오고 있다. ‘홍비(紅幣붉은 돈)’로 불리는 중국 돈 위안화는 당장이라도 국제 통화질서를 바꿀 기세로 세계 경제무대에서 위용을 떨치고 있다. 중국 인민대학 국제통화연구소 상송궈(向松祚) 부소장은 위안화가 달러 및 유로화와 패권경쟁을 펼칠 날도 머지 않았다고 말했다.

충분히 근거가 있는 주장이다. 2013년 중국은 세계 GDP(국내총생산) 점유율과 세계 무역점유율에서 각각 12.4%, 11.4%로 2위와 1위를 기록했다. 경제 규

모로는 이미 국제통화의 기본조건을 충분히 갖췄다고 볼 수 있다. 중국 중앙은행인 인민은행의 최근 자료에 따르면 2014년 1분기 중국 위안화 순유출은 3400억 위안, 전세계 역외위안화 예금 잔액은 2조4000억 위안에 달했다. 2014년말 역외 잔고는 2조6000억위안(일부에선 3조위안)으로 추산된다.

신규 발행 역외 위안화 채권은 전년동기대비 160%나 증가했고 역외 위안화 거래량은 2013년에 비해 두배 증가했다. 국가 외화준비액도 약 4조달러에 이르고 있다. 성장 후퇴니 뭐니 해도 중국 경제는 현재 세계에서 가장 빠른 성장세를 보이고 있고 위안화역시 길게 볼 때 강세 통화로서의 지위를 점점 공고히 해나갈 것이라는 게 전문가들의 관측이다.

중국은 장기 목표로서 위안화를 미국 달러와 같은 기축통화로 위상짓겠다는 목표 아래 위안화 국제화 행보에 박차를 가하고 있다. 달러에 대항해 '위안화 영토'를 확장하기 위한 구체적 액션으로 해외 무대에서 역외 위안화 허브를 육성하고, 내부적으로는 환율 시장화 체제개혁과 위안화자본계정 개방(자유화), 금융개혁에도 한층 속도를 내고 있다.

역외 위안화 허브 구축에서는 홍콩 싱가포르에 이어 유럽 국가와 기관들이 한발 앞서가고 있다. 특히 런던은 역외 위안화 상품 시장을 집중 육성하고 프랑크푸르트와 파리는 일반 위안화 업무와 위안화 투융자 수요 분야를 특화한다는 속내를 내비추고 있다. 런던과 프랑크푸르트는 유럽과 중동 아프리카 미주 쪽에서 발생하는 위안화 무역에 청산업무를 제공하는 글로벌 위안화 허브 역할에 큰 관심을 보이고 있다.

중국 당국은 위안화국제화와 관련, 무역결제 수단으로서 위안화 사용을 늘린 뒤 각종 제도 손질로 자본유출입 자유화를 촉진, 국경을 넘나드는 글로벌 투자 수단으로서 위안화의 기능을 확대해 나갈 것을 목표로하고 있다. 그 다음 최종단계로서 대외지급을 위한 준비통화서의 기축통화 지위를 확보한다는게 달러 패권에 도전장을 낸 중국의 책략이다.

2014년 7월3~4일 시진핑 주석 방한 경제사절단으로 한국을 찾았던 텐귀리(田国立) 중국은행 이사장은 위안화 국제화를 5단계(해외유통, 무역환산 및 무역결제, 투융자, 국제준비 통화) 로 구분한 뒤, 현재 위안화는 대외준비통화를

목표로 투융자 화폐 기능을 실험중이라고 소개했다.

위안화는 2011년만해도 금융지불 화폐로서 순위가 세계 21위에 머물렀으나 3년만에 7위로 경중 올라섰고 세계 10대 교역화폐의 지위를 지키고 있다. 또한 주변국과 일부 선진국에서까지 사용이 늘고 있으며 40개국 중앙은행이 위안화를 투자 통화로 편입했으며 그 수도 갈수록 늘고 있다. 동남아 동유럽 남미 아프리카 일부 국가는 위안화를 정부 준비통화로 검토하고 있는 것으로 전해졌다.

중국 대외무역의 위안화 결제는 5년전인 2009년만 해도 미미했으나 지금 전체 무역액의 18%를 넘었다. 얼마전 HSBC는 이 비율이 2015년 50%에 이를 것이라고 밝힌 바 있다. 중국은행이 최근 글로벌 고객사들을 대상으로 조사한 결과 설문응답자 61%가 향후 무역에서 위안화 사용을 늘리겠다고 답했다. 2014년 말 국내 언론에는 한국의 삼성이 중국 상하이에 무역등에서 발생하는 위안화 운용을 위해 위안화 딜링룸을 만들 계획이라는 보도가 전해지기도 했다.

### ◇ 자본계정 ‘활짝’, 투융자화폐 찍고 기축통화로

중국 당국은 최근 위안화 국제화의 일환으로 위안화 환율제도 개선과 자본시장 확대 개방, 역외 위안화시장 확충, 금리체제 손질 등 획기적인 금융 개혁개방을 추진하고 있다. 무엇보다 통화 국제화의 필수적 요소인 환율시장화 개혁을 위한 노력을 배가하고 있다. 2014년 3월 15일 위안화의 달러거래 환율 하루 변동폭을 종전 상하 1%에서 상하 2%로 확대한데 이어 조만간 변동폭을 더 넓힐 것이라는 전망이 나왔다. 환율제도 개혁의 또 다른 조치로 은행들에 대해 시장 수요와 시장 가격결정 능력에 기초해 각종 통화에 대한 위안화 가격을 자율적으로 결정할 수 있도록 재량권을 넓혀줬다.

위안화 국제화라는 장기적 포석아래 자본시장의 문을 점점 넓게 열어젖히고 있다. ‘후강통(상하이 홍콩 주식거래 연동시스템)’제도를 도입해 2014년 11월 17일부터 외국 개인에 대해 홍콩 거래소를 통한 중국 상하이증시(A주)투자를 허용했다. 또한 상하이 자유무역지대(FTZ) 등에서 위안화 국제화의 전제조건인 위안화 자본계정 자유태환이 실험 시행되기 시작했다. 둘 다 자본시장 개방과

금융체제 개혁 개방의 획기적인 조치임에 틀림없다. 2015년엔 선강통(선전과 홍콩 주식거래 연동시스템)도 개통할 계획이고 2017년에 가면 외국개인에 대한 중국증시 개방이 보다 확대될 것이라는 전망이다.

중국의 위안화 국제화 노력과 관련해 가장 주목되는 것은 한국 등 아시아 주변국과 EU국가들을 대상으로 한 위안화 시장(위안화 허브) 조성 노력이다. 이 결과 해외 현지 위안화 저축수요가 늘고 유동성도 원활해지게 됐다. 또한 역외 위안화 채권발행과 위안화 환율 시장화가 촉진되고 위안화의 지불결제 및 투융자 영역 사용이 확대될 기초가 마련됐다.

전문가 마다 각기 다르지만 위안화가 완전한 태환성을 갖춘 세계 기축통화가 되는 시기는 대략 2025년~2031년으로 점쳐지고 있다. 세계은행은 2025년 위안화가 기축통화가 될 것이라고 전망했으며 시간이 지날수록 예측 시기가 앞당겨지고 있다.

물론 위안화 국제화 과정에서 선결 요건인 각종 제도 개선의 문제 말고도 중국 자체의 허약한 금융체제에 따른 외부 충격 등의 리스크 요인도 충분히 고려해야 한다며 신중론을 펴는 사람들도 적지 않다. 하지만 중국 경제부상과 금융위기 이후 달러자본이 위축된 와중에 위안화가 자연스럽게 국제화의 전기를 맞았고 통화 국제화의 기초도 확고해진 것은 부인할 수 없는 사실이라고 국제 통화전문가들은 입을 모은다.

## ◇ 위안화 기득권을 향유하는 ‘라오바이싱’들

2014년 2월 이후 한동안 위안화가 약세(환율 상승)를 보인 가운데서도 중국 라오바이싱(老百姓 중국인민)들의 해외 관광과 씹씹이는 오히려 큰 폭으로 늘어났다. 경제 성장이 위축되는 가운데서도 중국인들의 해외 관광쇼핑과 유학, 해외 이민은 계속 활기를 띠고 있다. 위안화 파워를 등에 업은 부자 중국인들의 통 큰 소비는 세계 관광 소비 시장의 주요 뉴스거리다. 한 통계에 따르면 2013년 기준 중국인들의 사치품 구매액은 1020억달러로 세계 전체적으로 47%를 차지한 것으로 나타났다. 런던 파리의 고급백화점가에서 중국인 관광객은

이미 오래전부터 초특급 VVIP고객으로 각별한 우대를 받고 있다.

중국 WTO가입 직후인 2004년만 해도 중국인 해외 관광객수는 3000만명에 그쳤다. 10년만인 2013년 이 숫자는 9819만명으로 불어났다. 2014년엔 중국인 해외관광객수가 1억1400만명, 해외 관광소비는 1400억달러로 전년대비 각각 16%, 18%증가한 것으로 추산된다. 경제부상으로 위안화 파워가 맹위를 떨치면서 중국인들의 해외 관광이 급격히 늘어나고 있고 대접도 달라지고 있다. 어떤 이들은 미국인들이 달러 기득권을 누리왔듯 중국인들도 떨지않은 미래에 ‘위안화 기득권’을 향유하게 될 것이라고 말한다.

중국은 이런 강력한 위안화 파워를 등에 업고 ‘세계 유일의 초강대국(G1)’ 꿈을 향해 무섭게 전진하고 있다. 정부 정책도 규모나 양적 성장보다 성장 방식과 국민 개개인의 삶의 질을 중시하기 시작했다. 위안화가 지구촌 주요 통화로 자리잡아가면서 국가위상이 크게 높아지고 13억 중국인들도 갈수록 점점 더 많은 성장의 파이를 나눠가질 수 있게 됐다.

원자바오(溫家寶) 중국 전 총리는 2000년대 중반 “크기만 부각시켜 중국을 공룡에 비유하는 것이 옳지 않다”는 견해를 밝힌 적이 있다. “13억을 곱하면 어마어마하게 커지지만 13억으로 나누면 한없이 작아지는 것, 이것이 바로 중국이다.” 재임시절 미국 방문에 나선 원자바오 전 총리가 미국의 한 대학강연에서 제시한 이른바 ‘13억 승제론’이다.

원 총리의 이 말은 ‘중국 굴기’에 대한 서방 일각의 우려, 즉 중국 위협론과 공한증(恐漢症) 정서에 대한 해명성 발언으로 여겨졌다. 당시만 해도 중국 총 GDP가 미국, 일본, 독일, 영국, 프랑스 다음으로 6위권 밖에 머물고 있었으니 중국을 인구만 많은 대국이라고 봐도 과히 틀리지 않았다. 게다가 총 GDP를 13억으로 나누고 난 뒤 당시의 1인당 GDP는 2,000달러에도 못미쳤다.

하지만 중국은 짧은 시간에 무섭게 변했다. 명목 GDP기준으로 중국은 2005년~2007년 프랑스와 영국, 독일을 차례로 제쳤다. 2010년에는 일본마저 따돌리고 세계 제2위 경제대국이 됐다. 미국과 나란히 명실상무한 ‘G2(Group 2) 경제대국’의 위상을 굳힌 것이다. 어떤 학자는 중국의 GDP가 2030년께엔 미국의 두배가 될 것이라는 관측을 내놓기도 했다.

## ◇ 강세통화 런민비는 국운 융성의 응집물

경제위축에도 불구하고 중국은 여전히 7%대의 높은 성장세를 기록중이며 2013년 1인당 GDP는 6569달러에 달했다. 2015년에는 1만달러를 넘어설것이란 전망이다. 베이징과 상하이, 광저우(廣州) 등 10여 개가 넘는 대도시의 1인당 GDP는 지난 2011년께 이미 1만 달러를 넘은 것으로 추산되고 있다. 화폐 구매력을 감안할때 이들 도시의 개인 소득은 웬만한 중진국 수준을 뛰어넘는다는게 전문가들의 주장이다

위안화 국제화 행보가 주목을 받기 시작한 것은 실상 그리 오래되지 않았다. 흥미롭게도 2008년 금융위기로 미국경제가 쇠퇴기를 맞은 시점에 중국은 반대로 글로벌 경제위상과 위안화 파워를 강화해 왔다. 미국 금융위기에 이어 당시 그리스, 이탈리아 등 EU국들이 재정난으로 경제파국의 위기에 직면했다. 이런 와중에 중국은 무역에서 위안화 결제를 늘리며 고성장세(2011년 9%)를 유지했다.

위안화 파워가 맹위를 떨치는 가운데 중국은 성장의 고삐를 다소 늦추면서 산업구조 재편과 경제성장 방식 전환을 통해 보다 장기 안정적인 성장 기반을 닦는데 심혈을 쏟고 있다. 중국은 2005년부터 2011년까지 ‘바오바(保8 경제성장 8%목표)’ 정책을 펴왔다. 2012년 이후 바오바를 접고 목표 성장률을 7.5%로 낮춰 잡았다. 2015년에는 또다시 성장 목표치를 7%로 낮춰잡을 것이라는 관측이다.

대신 중국은 개혁에 드라이브를 걸고, 전통산업과 수출의 성장 의존도를 낮추는 경제성장 방식의 전환에 주력했다. 2015년 성장률이 6%후반대로 떨어질 것(특히 2015년 상반기)이라는 등 최근 중국에도 디플레이션 리스크를 우려하는 목소리가 나왔다. 하지만 정부 관계자들은 이런 관측에 대해 “7%대 성장에 별다른 문제가 없다”고 일축했다.

중국 개혁개방의 총설계사 덩샤오핑은 생전에 중국의 개혁개방(경제사회 발전)은 향후 100년간 동요 없이 추진될 것이라고 설파했다. 덩의 예언대로 중국은 세계상 유례없는 장기적이고 안정적인 성장세를 이어가고 있다. 장기적인 성장세는 중국을 인구대국일 뿐만 아니라 경제총량과 1인당 GDP 까지 모두 큰 나라로 만들어가고 있다. 이미 외환보유액이나 자동차 생산 판매, 철강 생산소비

에서 세계 1위국에 올랐고 무역규모에서도 미국을 제치고 세계 최대의 통상국가가 됐다.

어떤 통계든 13억을 곱하면 커지지만 나누면 초라해진다는 ‘13억 승제론’은 더 이상 의미가 없어졌다. 규모가 워낙 거대해서 곱하면 물론이고 나눠도 그 수치는 결코 작아지지 않는다. 아무리 제하고 덜어내도 중국이 가진 역량은 여전히 크고 위압적이다. 중국의 현재 발전추세대로 라면 세계는 예상보다 훨씬 이른 시기에 ‘중국이라는 유일 슈퍼강대국(G1)’을 목도하게 될지 모른다.





## 급증하는 중국 관광객과 한국경제

조창완\*

우리의 미래 먹거리리는 무엇일까? 이는 기업뿐만 아니라 나라 전체가 가진 가장 큰 문제 가운데 하나일 것이다. 지난 30년간 경제 통계를 보면 우리나라의 성장은 중국과 무역을 통해 이루어졌다. 하지만 이제 그 무역 성장세는 끝나고 있다. 오히려 그간 우리 경제 발전의 견인차 역할을 했던 중국이 모든 분야에서 한국을 위협하는 국가가 되고 있다.

그럼 한국 경제는 암울한 것일까. 이 질문을 룩셈부르크, 노르웨이, 스웨덴, 네덜란드 등 유럽에 있는 강소국에 던지면 답이 나온다. 당신들은 세계에서 가장 빠르게 성장하고, 또 규모가 가장 큰 경제 대국 중국과 일본 사이에 있으면서 왜 그런가 하고 물을 것이다. 실제로 몇 그룹에서는 북유럽 모델을 한국에 심기 위해 관련 책을 내놓고 강연활동을 하고 있다. 덴마크 모델을 심기 위해 ‘우리는 행복해질 수 있는가’를 내놓고 활동하는 오마이뉴스 오연호 대표기자나 스웨덴이나 핀란드 모델을 벤치마킹하는 교육계에서 그런 흐름을 느낄 수 있다. 하지만 이 역시 일정한 한계가 있다. 우선 이런 복지국가 모델이 적용되기에 한국은 경제적 토양이 너무 척박하고, 경쟁식 교육이 아닌 자립형 교육이 바탕에 있어야 하는데 이런 방향이 어렵기 때문이다.

그럼 샌드위치 이론에 빠져 스스로 패배 의식에 젖을 것인가, 오히려 그 위치를 강점으로 활용할 것인가. 한국은 단순히 중국과 일본 사이에 있는 나라를 넘어 러시아, 미국 등 환태평양 중심에 있는 나라이다. 입지적으로 본다면 산업

\* (現) 새만금개발청 행정사무관. ‘달콤한 중국’ 등 저자

뿐만 아니라 관광, 문화 산업의 중심에 있다. 그렇기 때문에 샌드위치처럼 중간에 숨어 있는 국가가 아니라 주변을 흡수하는 솜 같은 힘을 가져야 미래 경쟁력이 있다.

이런 가운데 우리가 가져야 할 두 가지 열쇠는 주변국과의 차별화와 동질화라는 이질적 형태이다. 우선 차별화는 중국과 일본과 경쟁에서 살아남을 수 있는 강점을 보유하는 것이다. 한류에서 보았듯이 한국은 문화나 콘텐츠 산업에서 상당한 경쟁력을 갖고 있다. 이 분야 역시 추월당할 여지가 많지만 상대적으로 창의적인 산업은 하루아침에 이뤄지지 않기 때문에 장기적으로 전망이 밝은 분야다.

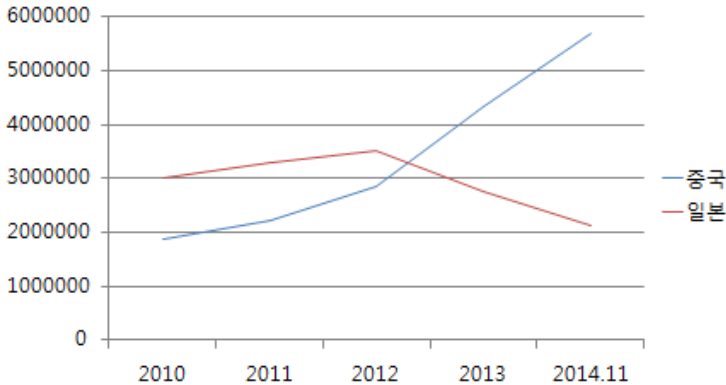
이런 분야는 대기업보다는 중소기업이 강한 경쟁력이 있는 만큼 정부가 조타수가 되어 안정적인 지원을 해야 한다. 전자나 자동차 같은 산업도 포기할 것이 아니라 한류 등 문화 산업과 접목해 주변국과는 다르게 시장을 관리해야 구조적으로 안정된 산업 경쟁력을 갖출 수 있다.

다음으로 동질화는 주변 시장을 활용하는 것이다. 중국과 일본은 지금까지 그래 왔듯이 앞으로도 동맹국으로 가는 데 있어서 많은 어려움이 있을 것이다. 더욱이 중국은 대양으로 가는 바닷길을 열기 위해 일본과 대립할 수밖에 없다. 그렇다고 두 나라가 산업적으로 완전히 등을 돌릴 수는 없다. 따라서 우리나라가 산업은 물론이고 문화적인 교류로 두 나라 사이를 완충하는 역할을 해야 한다. 이것은 멀리 있는 게 아니라 명동 등에서 만날 수 있는 중국과 일본 관광객만 생각하면 답이 나온다.

한국 관광공사의 통계에 따르면 중국과 일본의 관광객 숫자는 2012년 중국 관광객 숫자 283만6892명, 일본 관광객 숫자 351만8792명이었던 것이 2013년 중국 관광객 432만6869명과 일본 관광객 274만7750명으로 역전된 이후 중국 관광객이 성장세는 압도적인 현상을 보이고 있다.

2014년 11월까지 통계를 보면 중국 관광객은 570만6364명이고, 일본관광객은 210만9947명을 기록해 조만간 일본 관광객에 비해 중국 관광객이 3배가 넘을 것으로 보인다.

〈한국 방문 중일 관광객 추이〉



이런 수치는 크게 두가지를 안에 담고 있다. 하나는 중국 위안화의 지속적인 가치 상승과 중국경제의 상승을 의미한다. 반대로 일본 엔화의 가치 하락과 일본 경제의 정체를 말하는 것이다. 둘째는 중국 관광객의 한국에 대한 긍정적 인식과 일본 관광객의 한국에 대한 호감 저하를 들 수 있다. 실제로 국민들의 국가간 의식 조사에서도 이런 경향이 뚜렷한데, 중국 내 한류와 일본 내 험한 류 들이 사회에 끼치는 영향을 가늠할 수 있게 한다.

매년 40%가량 늘어나는 중국관광객의 증가세는 언제까지 지속될까. 물론 이것은 중국 경제와 직접적인 관계가 있다. 하지만 중국 경제가 둔화되더라도 중국 부유층의 숫자를 감안하면 관광지로서 한국이 가진 메리트는 쉽게 없어지지 않는다. 상대적으로 2013년 홍콩을 방문한 중국 관광객의 숫자가 4000만명으로 방한 관광객의 숫자에 비해 10배 가량 많았다는 점을 감안하면 그 숫자의 한계가 어디인지도 가늠하기 쉽지 않다.

2012년까지 동아시아 관광 흐름이 일본에서 한국으로, 한국에서 중국으로 었다면, 2013년부터는 중국에서 한국으로 한국에서 일본으로 가는 형세가 명확해진 셈이다.

이런 상황을 가장 잘 활용한 지역이 제주도이다. 제주 관광지에는 중국인이 인산인해를 이루고 밤이면 변화가에서 중국어가 끊이지 않는다. 시내 면세점도 중국인으로 인해 발 디딜 틈이 없을 정도이다. 북경이나 상해 간 직항은 물론

이고 인천을 거쳐 오는 항공편도 자리 구하기 어려운 것은 제주도가 있기 때문이다.

여행객뿐만이 아니다. 지금까지 중국인이 제주도에서 5억 원 이상 되는 휴양 시설을 구매해 ‘부동산 영주권’ 초기 단계(F-1, F-2)를 밟고 있는 경우는 500건에 달한다. 금액을 가장 낮은 5억 원으로 잡아도 2,500억 원을 투자했다는 결론이 나온다. 더 인상적인 점은 이 수치가 최근에 만들어진 것이고 그 속도는 상상 이상으로 가파르다는 것이다.

이 수치를 냉정히 보자면 한국은 중국 투자 유치에 실패했고, 제주도는 성공했다고 할 수 있다. 중화권이 제주도에 관심을 두는 이유를 네 가지로 설명하면 다음과 같다.

먼저 이제 중국 사람이 제주도를 알기 시작했다는 점이다. 자존심 강하고, 또 자국 내에도 볼거리가 많은 중국인이 제주도를 알게 된 가장 큰 이유는 끊임없는 홍보였을 것이다. 물론 허방을 짙은 홍보도 있었지만 중국이나 우리나라 지방 도시 공항을 다니다 보면 제주도 광고를 심심치 않게 볼 수 있다. 인천공항에서는 우리나라 지자체 광고가 대부분 있으나 전국 공항에서 만나는 광고는 제주도뿐이다. 이런 노력은 한국뿐만 아니라 해외에서도 이루어졌고, 또 전세기까지 동원해 해외여행 관계자를 초빙할 만큼 적극적인 홍보를 펼쳤으니, 이제 그 결실이 나타나고 있는 셈이다. 거기에 불로초를 구하기 위해 제주를 찾은 진시황 시대의 방사(方士) 서복(徐福)이나 삼신산 중 하나인 영주산(瀛洲山) 신화로 인상적인 이야깃거리도 만들어냈다.

두 번째는 제주도가 투자를 받을 준비가 되어 있다는 점이다. 섬 지역으로 인해 가능한 무비자 제도, 투자 영주권, 휴양 시설의 전용객실 구매 가능 같은 조건을 만들었기 때문이다. 여행객을 세계 최대로 유치하는 중국에서 한국을 꺼리는 가장 큰 이유는 비자 문제였다.

세 번째는 제주도를 방문하는 중화권 인구가 급속히 증가한다는 점이다. 여행객 증가는 단순히 관광 수입 증가를 말하는 것이 아니다. 손익분기점 달성이 쉽지 않은 관광 시설 투자는 대단히 모험적인 일이라 국내 대기업마저 대부분 손을 놓고 있는 분야이다. 그런데 어떻게 중화권으로부터 관광 시설을 투자받을 수 있었을까. 가장 큰 이유는 중화권 관광객이 지속적으로 제주도를 찾겠다는 확신이 있었기 때문이다. 보건(寶健)이나 안리(安利, 암웨이) 등이 제주도에 인센티브 팀을 보내는 이유는 제주도가 해외이기도 하지만 비용이 싸고 관리도

쉬운 지역이라서 그렇다. 물론 발리나 푸켓 같은 휴양 여행지도 있지만 안전이나 비용을 따진다면 제주도가 더 경쟁력이 있다.

네 번째는 스스로 약점을 알고 고쳐간다는 점이다. 중국 지인에게 들은 제주도에 관한 가장 큰 불만은 이용할 만한 카지노가 없다는 것이다. 그 원인은 카지노 시설과 승률에 있었다. 시설이 열악한 데다가 승률마저 낮아 제주도에 있는 카지노에는 가고 싶지 않다는 것이다.

이런 소문이 돌게 된 가장 큰 이유는 이곳 카지노 업체가 눈앞의 이익만 좇다 보니 먼 곳을 못 보기 때문이다. 다행스럽게도 제주도 관계자도 이런 문제를 알고 있었다. 하지만 민간의 일이라 적극적으로 나설 수 없었다. 문제는 기존 사업자들이 운영 기술 등을 더 발전시켜야 장기적으로 경쟁력이 있다는 점이다. 수년 안에 중국 자본이 투자한 카지노 업체가 경쟁력을 갖추고 등장하기 때문에 경쟁력이 없다면 앞날은 불을 보듯 뻔하지 않겠는가.

정부 역시 제주도를 한국의 관광 중심으로 만들겠다는 의지에 힘을 보탬 필요가 있다. 제주도가 여행객 유치에서 가장 큰 난점은 바로 항공이나 선박으로 관광객이 들어온다는 입지적 조건이다. 섬이라는 조건이 강점이기도 하지만 이럴 때는 약점이 되기도 한다. 이를 극복하기 위해서는 항공기 운항 시간이나 신공항 신설 등에 힘을 쏟아야 할 것이다.

필자 역시 투자 유치 공무원으로 일한 지 4년여 되었다. 이 일을 시작하고 가장 먼저 한 것은 이야기거리 만들기와 투자 유치 논리를 만드는 것이었다. 이를 위해 내가 일하는 지역과 중국의 인연을 알기 쉬운 만화로 만들었고, 또 관광 시설 투자 유치를 위한 선행 과제로 관광객 유치를 위해 다각적인 노력을 하고 있다. 이런 노력 덕분인지 성과가 있는 부분도 있고 아직 미비한 부분도 있다.

관광객의 증가가 주는 영향도 명확하다. 최근 몇 년 사이 중국의 한국 투자는 한 분야에 집중돼 있다. 녹지그룹으로 대표되는 제주도 관광 부동산 개발 투자가 그것이다. 그리고 이런 흐름은 현재 제주도를 넘어 부산, 인천까지 확대되고 있다. 제주도에 별장식 콘도를 분양하는 녹지그룹은 투자가 시작된 지 2년도 되지 않아 별장을 완공했고, 상해 포동공항 출국 게이트 안에 콘도 분양 부스를 만들어 판매하고 있다.

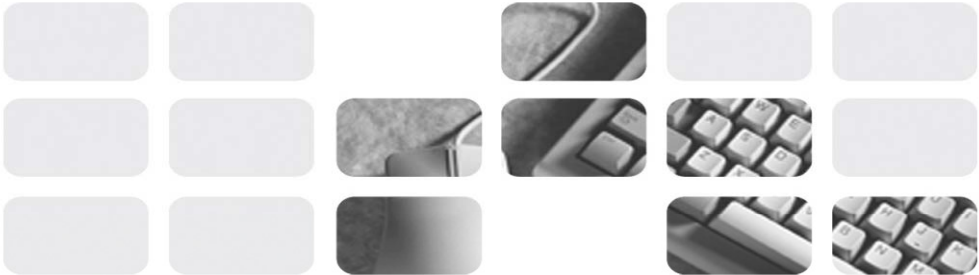
문제는 이런 중국 투자에 대해 우리나라에서는 부정적 인식이 확산되고 있다는 점이다. 그리고 이런 부정적인 인식이 정확한 수치에서 나왔다가보다는 막연하게 세계적 네트워크를 가진 화교 문화에 대한 부정적 인식에서 나왔다는 점이다. 실제로 우리나라에는 외국 자본을 통제하는 법이 있고, 또 앞으로 필요에 따라 법을 제정하면 될 일이지 미리부터 겁먹을 필요는 없다.

오히려 한국을 다녀간 중국 관광객이 부정적인 경험으로 인해 다시 한국을 방문하지 않는 현상을 걱정해야 한다. 또 중국 관광객을 한국 경제발전이나 한국에 대한 좋은 이미지를 심는 방법 등 국가 전략차원에서 대중국 관광전략의 수립도 중요하다.

# 부 록

---

- 20. 중국투자로 가는 길, 중자연 10선
- 21. 중국 친환경 건축자재 시장 및 기업분석







## 중국투자로 가는 길, 중자연 10선

리서치위원회

### 중자연 10선 선정 기준은 내수 소비부문의 우량주

2002년 뉴질랜드의 채들러형제가 운용하는 소버린펀드는 한국 굴지의 재벌지주사인 SK의 주식을 평균 단가 9300원에 취득하여 지분율 14.99%를 확보하였다. 그 당시 SK그룹은 SK네트웍스의 분식회계 등으로 곤란을 겪고 있었고, 주가는 크게 저평가되었다. 소버린펀드는 기업지배구조 개선을 명분으로 M&A를 시도하였고, 주가는 천정부지로 상승하였다. 결국 채들러형제는 단지 1700억여 원을 투자하여 1조원이 넘는 막대한 차익을 내며 주식을 되팔았고 뉴질랜드 최고갑부 반열에 오르게 되었다.

우리 주식시장에서 꼭 십여년 전에 있었던 일이다. 2014년 현재 SK의 주가 수준은 십만원을 훌쩍 넘은 상태이다. 그 당시 언론에서는 헷지펀드의 자본시장 교란이라고 비방했다. 물론 틀린 말은 아닐 것이다. 하지만, 긴 흐름에서 보면 저평가된 주가가 정상화되는 과정이었다고도 볼 수 있다. 실제로 소버린이 주식을 매각한 이후에도 SK의 주가는 떨어지기는커녕 오히려 지속적으로 상승하였고 지금 SK의 주가는 수십만원대로 상승한 것이다. 이 비슷한 사례로 칼 아이칸 형제의 KT&G 투자도 비슷한 과정으로 주가상승을 가져왔다. 일부에서는 헷지펀드들의 교란이라고도 평가하지만, 공통점은 저평가된 우량기업들에 대한 지분 확보라는 점이고 이후 주가는 지속적인 상승과정을 보여줬다는 점이다.

향후 중국시장이 합리화되는 과정에서 과거의 한국처럼 회계투명성 문제가

제기되었지만, 역설적으로 많은 투자 기회가 생길 수 있다. 저평가된 우량기업에 대한 집중투자의 기회는 앞으로 중국시장에서도 생길 수 있다. 결국 해답은 투자종목이다. 우리는 쉐들러형제와 칼 아이칸의 투자안목을 배워야 한다. 그리고 중국의 1등 우량주식을 공부해야 한다. 포장마차를 운영하려고 해도 직접 가보고 유동인구는 많은지, 그 지역 소득수준은 어떤지 길목이 어떤지 살펴보고 시작해야 한다. 조금 가격이 나가는 아파트를 산다면 가서 살기 편한가 살피기도 하고 향후 시세 등 장래성도 생각하고 많은 것을 판단해야 한다. 아무리 중국 주식시장에 기회가 있다 하여도 결국은 주식종목에 대한 공부는 따로 하여야 한다.

최근 한국사회에는 저성장에 대한 불안감이 생기고 심지어 일부는 일본처럼 장기불황에 갇히는 것 아니냐는 우려가 커지고 일본 공부하기 열풍이 일어날 정도로 저금리와 저성장에 대한 부담이 커지고 있다. 하지만, 우려의 현실을 좀 더 크게 볼 필요가 있다. 어떤 면에서는 한국경제와 우리민족은 다시는 오지 않을 기회 즉, 지구인의 절반인 중국과 인도를 포함한 아세안의 소득증가와 소비확대라는 엄청난 10년의 기회를 맞이하고 있다. 미래는 긍정적인 사람에게 기회가 있고 기회를 준비하는 사람이 성공을 맞이 할 수 있을 것이다.

중국의 아이들은 마트에서 과자를 사먹고, 중국의 여인들이 화장을 하기 시작하고, 백화점에서 옷을 사고, 홈쇼핑을 하기 시작했다. 세계 최대 규모의 자동차시장이 여전히 폭발적인 성장세를 나타내고, 세계 최대 스마트폰시장이 형성되고 있는 곳이 바로 중국이다. 인터넷 메신저 ‘큐큐’의 가입자가 무려 6억명이니, 7억명이니 하는 어마어마한 내수시장이 중국이다. 이제 중국 동부해안의 도시에서 중서부로 성장세가 옮겨가고, 2-3억 인구의 소비시장에서 13억 5천만명 전체의 소비로 확산되기 시작하고 있는 중국의 내수시장, 미래를 향한 장기 투자자라면 당연히 관심을 가질 만 한 곳이다.

하지만, 투자자들에게 중국주식시장은 여전히 불안하다. 회계의 투명성을 믿을 수 없고, 정치체제가 달라 웬지 모를 불안감이 있다. 또 한국인들이 투자해서 많은 손실을 안겨준 차이나펀드의 트라우마도 중국주식에 대한 불안감을 크게 한다.

좋은 투자방법은 없을까? 중국 내수시장에 대한 투자, 성장률이 높아 높은 수익도 기대되지만, 세상의 이치가 그렇듯이 공짜 점심은 없다. 그만큼 투자위

험도 큰 것이 투자의 세계일 것이다. 한 가지 방법은 한국을 비롯한 선진국들의 경제성장과 투자 경험을 통해서 어떤 주식을 또 어떤 분야를 투자하는 것이 가장 적은 위험으로 높은 수익을 거둘 수 있는 지 판단하는 것이다. 또 한 가지는 중국과 중국 내수시장을 공부하고 이해하는 것이다.

중국 내수시장은 경제 성장단계상 고성장기에 접어들고 있다. 이곳에 고성장과 고수익이 있다. 하지만, 많은 위험도 도사리고 있다. 한국을 포함한 선진국의 사례를 볼 때 가장 좋은 해답은 '세계 최고의 투자가 워렌버핏'식 투자일 것이다. 우선 경기변동과 상관없이 꾸준히 매출을 올리는 소비재기업에 투자하는 것과 강한 브랜드를 갖고 있는 1등 기업에 투자하는 것이다. 버핏이 '코카콜라'라는 세계 최고의 소비재 기업에 투자하는 것과 같은 이치이다. 중국의 분야별로 내수 1등 기업에 주목하여야 한다. 중국에서 사업하는 것 보다 내수 1등 기업의 주주가 되는 것이 오히려 가장 좋은 투자대안이 될 수 있다.

중국자본시장연구회에서는 투자자들에게 중국의 1등기업 공부의 사례로서 주요 소비재부문(보험, 자동차, 식품, 부동산개발, 엔터테인먼트 등)의 1등기업들을 '중자연 10선'의 이름으로 비교적 자세히 소개하고자 한다. 이 종목들은 장기적인 관점에서 관심을 가질만한 종목이며, 단기적인 추천의 의미는 아니다. 아래 표에 정리되어 있는 바와 같이 중자연 10선의 2014년 기준 평균 영업이익률은 17.4%이며, 기업이익증가율은 2013년 47.3%, 2014년 27.4%를 기록하고 있다. 또 자기자본이익률은 평균 18.3%에 달하는 우량 기업들이다.

중자연 10선은 유재훈 회장님의 후강통시대에 중국 우량기업을 소개하자는 발의로 시작되었으며, 주요 증권사 중국담당연구원들이 고르게 기업을 분석하는 형태로 진행했다. 금융투자협회의 임병익 박사님이 주관하셨고, 한투운용 김혜원 부장, 동양자산운용 박매화 과장, NH증권 심승진 차장, 중국초상증권 백영숙 과장, 대우증권 차미영 대리, 하이투자증권 박석중 대리, 이트레이드증권 정하늘 대리 등 많은 분들이 참여했으며, 정리는 하나대투증권 김경환 중국팀장과 박상호 연구원, 백승혜 연구원 등이 맡았다.

〈표 1〉 중자연 10선

| 중국기업   | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EPS증가율(%) |      | ROE<br>(%) | 소 개                               |
|--------|------------|------------|-----------|------|------------|-----------------------------------|
|        |            |            | 13        | 14   |            |                                   |
| 인민재산   | 13.1       | 2.3        | 1.2       | 14.5 | 19.8       | 중국 손해 보험 시장 점유율 34.9%로<br>1등 손보사  |
| 상하이자동차 | 8.7        | 1.6        | 19.6      | 12.5 | 18.6       | 중국 자동차 시장 점유율 1위                  |
| 화이브라더스 | 46.8       | 7.8        | 175       | 14.8 | 17.3       | 중국 영화 산업 성장의 최대 수혜주               |
| 인수생명   | 22.1       | 2.7        | 124       | 29.9 | 13.0       | 중국 내 생명 보험 시장 1위                  |
| 중국국여   | 27.2       | 3.9        | 23.1      | 9.0  | 14.6       | 중국 여행 및 면세점 최대 회사                 |
| 중신증권   | 44.4       | 3.8        | 26.3      | 53.0 | 8.9        | 중국 자본시장 개혁의 수혜주                   |
| 아오루이진  | 16.2       | 2.5        | 51.5      | 31.0 | 20.8       | 식품산업 성장 수혜가 예상되는 최정상<br>식관용 캔포장업체 |
| 신동방    | 19.0       | 4.0        | 1.2       | 60.5 | 22.9       | 중국 교육산업의 대표 기업                    |
| 완커     | 7.3        | 1.5        | 20.2      | 18.5 | 20.1       | 중국 부동산 패러다임 변화의 중심                |
| 타슬리제약  | 29.6       | 8.8        | 30.5      | 30.1 | 27.2       | 중국 증의약 대표 기업                      |
| 평균     | 23.4       | 3.9        | 47.3      | 27.4 | 18.3       |                                   |

## I. 중국인민재산 (中国人民财产保险股份有限公司)

### 중국 손해 보험사 업계 1위

#### Summary

#### 중국 보험 산업 중에서 손해보험에 주목

중국 보험 산업 내에서 손해보험업이 차지하는 비중은 생명보험 보다는 미흡하지만, 연평균 20% 이상의 성장률을 기록하고 있음. 올해 역시 손해보험 성장은 생명보험 보다 더 높게 진행 될 것으로 예상

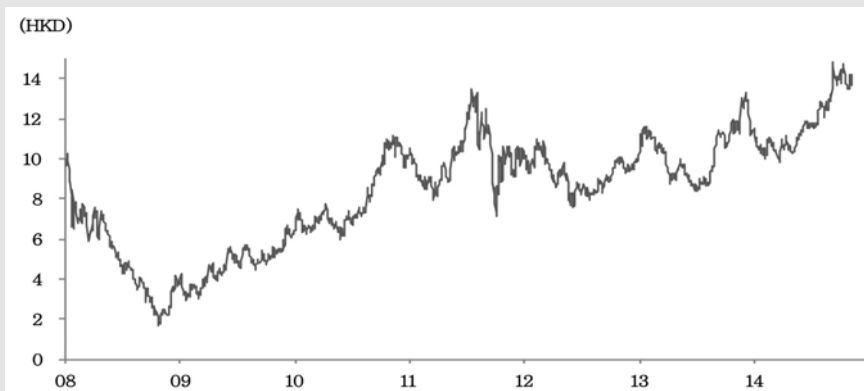
#### 손해보험 및 자동차 보험 시장 점유율 1위

중국인민재산보험 회사는 손해보험 및 자동차 보험 시장 점유율에 있어서 독보적인 1위(자동차 보험 점유율 34.9%)를 기록하고 있음. 중국의 '자동차 대중화 시기'가 본격적으로 도래하고 있음. 중국 자동차 판매량은 현재 한국의 14배이며, 전세계 자동차 생산량/판매량 1위 시장으로 성장하고 있음. 인민재산보험을 삼성화재와 비교했을 경우, 4배 이상의 성장 가능성을 가지고 있음

#### 경쟁은 치열하지만, 관리와 네트워크 및 기타 보험으로 새로운 도약

보험시장 참여 기업들의 증가로 인하여 경쟁이 치열해짐. 이런 점은 리스크로 작용될 수 있지만, 기존의 판매 네트워크와 관리를 통해서 위기를 기회로 맞이하고 있음. 또한 자동차 보험 이외의 다른 보험 분야에서도 높은 성장률을 기록하면서 새로운 시장 개척 가능성 확대

#### <중국인민재산보험 최근 주가 추이>



자료 : 블룸버그, 하나대투증권

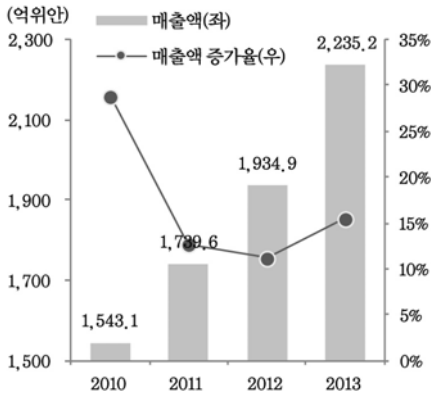
## 1. 기업 소개

중국 재정부가 1949년에 중국인민보험공사를 설립하였다. 그 계열사 중 하나가 중국인민재산보험(PICC: People Insurance Company of China)이며, 1999년 3월 중국인민보험이 해체되면서 4개의 국유 보험 회사로 1차 분화가 마무리 되었다. 손해보험 시장에서 2012년 말 현재 수입 보험료 기준 1위를 차지하는 회사이며, 자동차보험과 기업재산 보험이 주요 사업영역이다.

## 2. 2013년 경영분석

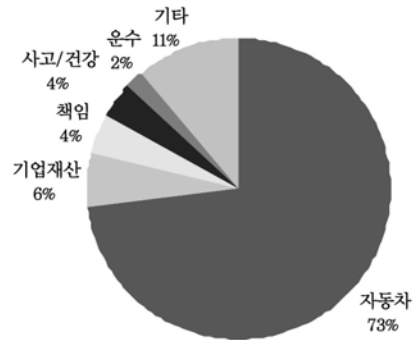
2013년 수입보험료는 2,235.2억위안으로 2012년대비 15% 증가했다. 순이익은 105.6억위안으로 2012년대비 1.5% 증가했다. 부문별 실적으로는 1) 자동차 보험료는 1,632.8억위안으로 2012년 대비 15.2% 증가하였다. 2) 비 자동차 보험은 602.5억위안으로 2012년 대비 16.5% 증가하였다.

〈그림 1〉 최근 매출액 및 증가율



자료 : 인민재산보험 연간보고서, 하나대투증권

〈그림 2〉 매출 비중 (2013년)



자료 : 인민재산보험 연간보고서, 하나대투증권

### 3. 사업내용

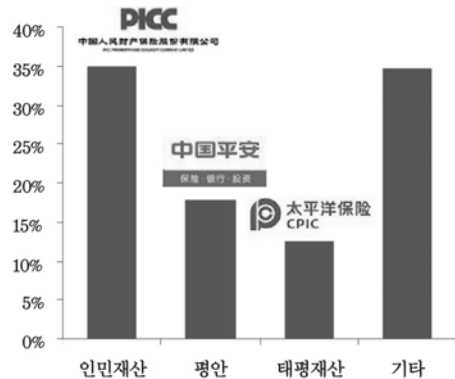
#### 1) 자동차보험 시장 점유율 1위

중국 자동차보험 시장은 자동차 판매량 증가율 둔화와 일부 도시의 자동차 구매 제한 정책이 있음에도 불구하고 성장하고 있다. 자동차 수입 보험료는 1,632.8억위안으로 2012년 대비 15.2% 증가하였다. 중국 자동차 시장의 성장 둔화 속에서 인민재산은 2가지 전략을 취했다. 하나는 신규 자동차 보험 시장 적극적 진출과 다른 하나는 재보험 시장 유지이다.

〈표 1〉 최근 전세계 자동차 생산/판매량(2013년) 〈그림 3〉 중국손해 보험 시장 점유율1위

| 생산량 (만대) |       | 판매량 (만대) |       |
|----------|-------|----------|-------|
| 중국(1위)   | 2,211 | 중국(1위)   | 2,198 |
| 미국(2위)   | 1,105 | 미국(2위)   | 1,557 |
| 일본(3위)   | 963   | 일본(3위)   | 525   |
| 독일(4위)   | 586   | 브라질(4위)  | 376   |
| 한국(5위)   | 466   | 한국(11위)  | 150   |

자료 : 중국자동차협회, 하나대투증권



자료 : 인민재산보험 연간보고서, 하나대투증권

#### 2) 기타부문별 수입보험료

1) 기업재산 수입보험료는 125.8억위안으로 2012년 대비 2.7% 증가하였다.  
 2) 책임 수입보험료는 84.5억위안으로 2012년 대비 14.7% 증가하였다. 질병, 자연재해, 환경오염책임보험 등 전통 업무와 신규 업무의 성장으로 증가하였다.  
 3) 사고/건강 수입보험료는 99.3억위안으로 2012년 대비 53.2% 증가하였다. 특히 건강보험관리 센터를 설립해서 질병 보험 업무에 적극적인 대처를 할 수 있도록 대응하였다. 4) 운수 수입보험료는 36.6억위안으로 2012년 대비 4.5% 감소하였다. 글로벌 및 중국 경기 둔화로 인하여 철강, 기계 업종의 대형 기업들의 생산이 하락하면서 운수 관련 보험 수요도 감소하였다. 5) 기타 수입보험료는 256.2억위안으로 2012년 대비 17.6% 증가하였다.

〈표 2〉 인민재산 부문별 수입보험료

| (억위안) | 자동차     | 기업재산  | 책임   | 사고/건강 | 운수   | 기타    |
|-------|---------|-------|------|-------|------|-------|
| 2011  | 1,280.3 | 118.3 | 64.6 | 53.4  | 40.4 | 182.8 |
| 2012  | 1,417.6 | 122.6 | 73.6 | 64.8  | 38.4 | 217.9 |
| 2013  | 1,632.8 | 125.8 | 84.5 | 99.3  | 36.6 | 256.2 |

자료: 하나대투증권

〈표 3〉 인민재산 부문별 수입보험료 증감률

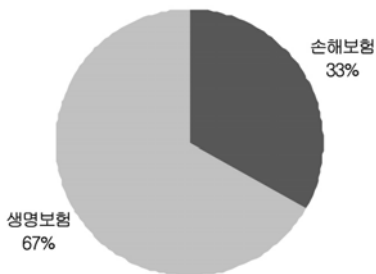
|      | 자동차   | 기업재산  | 책임    | 사고/건강 | 운수    | 기타    |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2011 | 10.6% | 11.9% | 18.3% | 27.5% | 18.3% | 22.5% |
| 2012 | 10.7% | 3.6%  | 14.4% | 21.4% | -5.1% | 19.2% |
| 2013 | 15.2% | 2.7%  | 14.7% | 53.2% | -4.5% | 17.6% |

자료: 하나대투증권

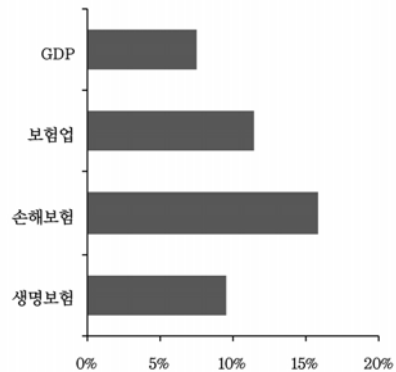
#### 4. 산업 현황

중국 보험업에서 생명보험과 손해 보험의 시장 비중은 각각 67%, 33%를 차지하며, 2013년 중국 보험산업 수입보험료는 2012년 대비 11.2% 증가한 1조 7,222억위안을 기록하였다. 생명보험 및 손해보험의 수입보험료 증가율은 2012년 대비 각각 8.4%, 16.5% 증가하였다.

〈그림 4〉 최근 중국 보험업 항목 구성 〈그림 5〉 중국 GDP성장률, 보험업 비교



자료 : 중국 보감회, 하나대투증권



자료 : 중국 보감회, 국가통계국, 하나대투증권



## 5. 한국 회사 비교

한국의 대표적인 손해 보험회사는 삼성화재, 현대해상, 동부화재이다. 2013년 삼성화재 수입 보험료는 16조 2,353억원이며, 시장 점유율은 1위이다.

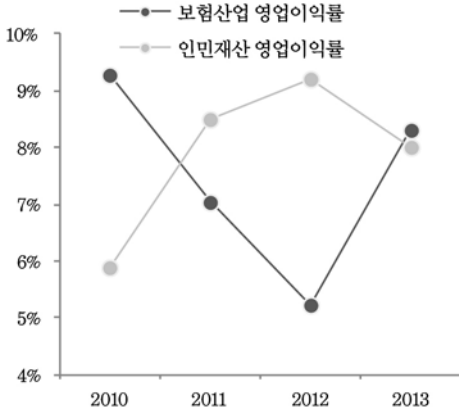
| (2013년말) | 인민재산  | 삼성화재   |
|----------|---|--|
|          |  |  |
| 매출액      | 34조 2,620억원   | 16조 2,353억원  |
| 순이익      | 1조 8,801억원  | 7,090억원  |
| PER(배)   | 11  | 16   |
| PBR(배)   | 2   | 1  |
| ROE(%)   | 21  | 9  |

## 6. 최근 이슈 및 전망

2013년 하반기, 중국 보험산업의 규제 완화 정책이 발표 되었다. 전통 생명 보험에 대한 예정이율 상한 폐지, 보험회사 자산운용 규제 완화(운영자산 중 유가증권 비중의 상한 인상) 등의 내용이었다. 이에 따른 보험 회사의 투자 수익률 및 수입보험료는 지속적으로 증가할 것으로 예상된다.

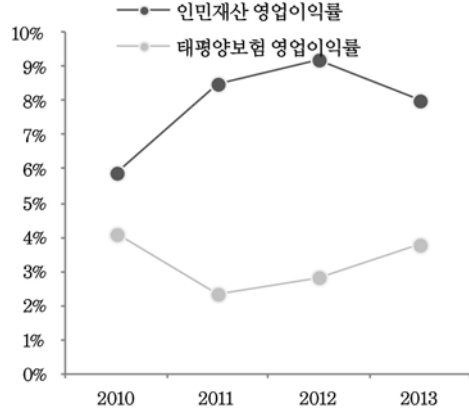
2014년에 인민재산보험은 분야별 업무를 전반적으로 업그레이드 하였다. 중국 정부의 보험 산업 개혁 흐름에 맞추어서 내부 위험관리를 더욱 강화하였으며, 보험 상품 설계 및 고객 관리를 강화했다. 보험 상품 소개 서비스 루트(유통경로)를 확대하여 인민재산보험이 가지고 있는 강력한 네트워크를 더욱 강화하여 시장지배력을 강화했다.

〈그림 6〉 중국보험산업 및 인민재산 영업이익률 비교



자료 : Wind, 하나대투증권

〈그림 7〉 인민재산 및 태평양보험 영업이익률 비교



자료 : Wind, 하나대투증권

## 7. 재무제표

| FYM     | 2011       | 2012       | 2013       | 2014E      | 2015E      |
|---------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 매출액     | 23,480,972 | 29,090,325 | 34,262,069 | 43,428,903 | 48,486,066 |
| 영업이익    | 1,969,449  | 2,661,096  | 2,742,540  | 2,759,587  | 2,914,736  |
| 당기순이익   | 1,376,231  | 1,857,429  | 1,880,120  | 2,109,030  | 2,346,692  |
| 매출액 증가율 | 7          | 19         | 18         | 9          | 12         |
| 순이익 증가율 | 52         | 30         | 1          | 15         | 11         |
| 부채비율    | 62         | 47         | 37         | -          | -          |
| 영업이익률   | 8          | 9          | 8          | 0          | 0          |
| 매출순이익률  | 6          | 6          | 5          | 0          | 0          |
| ROA     | 3          | 4          | 3          | 4          | 4          |
| ROE     | 26         | 26         | 21         | 20         | 19         |
| P/E     | 12         | 10         | 11         | 13         | 11         |
| P/B     | 3          | 2          | 2          | 2          | 2          |
| 배당수익률   | 3          | 2          | 5          | 3          | 3          |

자료 : Wind, Bloomberg, 하나대투증권

단위 : 백만원, %, 배

## II. 상하이자동차 (上海汽车集团)

### 중국 자동차 시장 점유율 1위

#### Summary

#### 연평균 성장률 16%의 점유율 1위 기업

중국의 국영 자동차 그룹으로, 승용차, 버스, 화물자동차, 엔진 등을 생산하는 중국 최대 자동차 제조업체. 소형에서 중대형 세단에 이르는 자동차 전 라인을 갖추고 있으며 글로벌 자동차 메이커인 폭스바겐, GM과 각각 제휴한 합작자동차회사 지분 50%를 보유 중. 상하이자동차의 중국 자동차시장 점유율은 23%로 1위. 글로벌 경기 둔화가 진행되는 상황에서도 합작사와의 판매호조에 힘입어 2011년 이후 상하이자동차의 매출성장률은 연평균 16.4%에 달했음

#### 2013년 실적 현황

2013년 매출액은 5,633억위안으로 2012년대비 17.8% 증가, 순이익은 248억위안으로 2012년대비 19.5% 증가함. 2013년 중국 승용차 판매 상위 6개 기업 중 상하이자동차의 상하이GM우링, 상하이GM, 상하이폭스바겐이 상위 1~3위를 차지했고, 3개 기업 모두 두 자리대 성장률을 기록

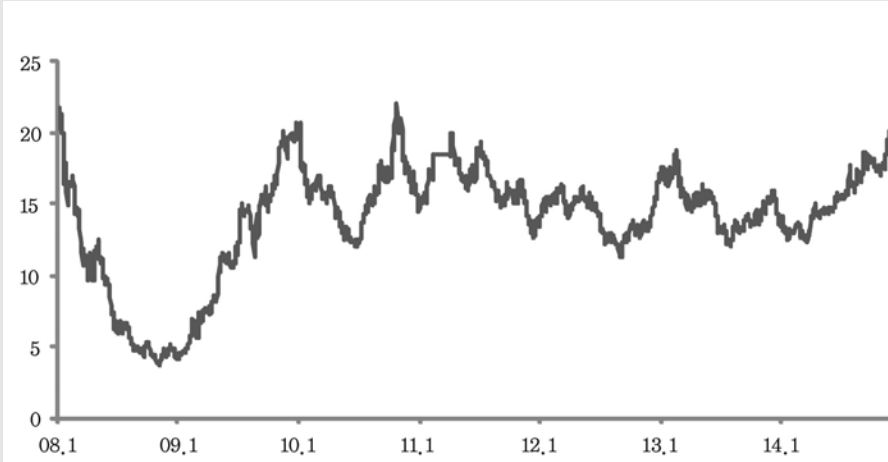
#### 저PER, 고배당주의 매력 보유

상하이자동차의 현재 PER는 7.8배로, 금융위기 전 PER이 35배까지 상승해 10배 이상의 수준을 유지 해온 것에 비해 현재는 밴드 하단에 위치한 상황. 글로벌 평균인 10배보다 낮아 글로벌 동종 기업 대비 저평가 되어있음. 또한 2013년 기준 배당수익률은 8.5%로 상해 SSE180 지수의 평균 배당수익률인 3.7% 대비 매우 높은 수준

중국 자동차 보급률이 1000명당 71대로 한국을 비롯한 대부분의 선진국이 200대를 크게 상회하는 것을 감안하면, 중국 자동차 시장은 고성장 기대, 중국 1위 자동차업체인 상하이자동차는 장기투자유망업체

〈상하이자동차 최근 주가 추이〉

(단위: 위안)



자료 : Bloomberg, 하나대투증권

## 1. 기업 소개

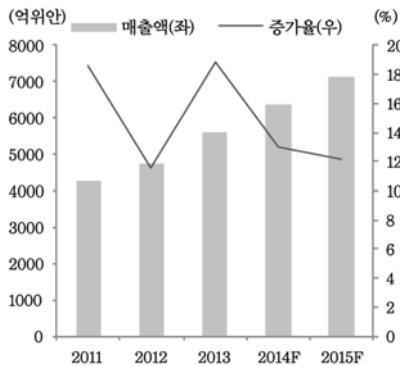
중국의 국영 자동차 그룹으로, 승용차, 버스, 화물자동차, 엔진 등을 생산하는 종합 자동차 제조업체이다. 소형에서 중대형 세단에 이르는 자동차 전 라인을 갖추고 있으며 글로벌 자동차 메이커인 폭스바겐, GM과 각각 제휴한 합작 자동차회사 지분 50%를 보유 중이다. 자회사로는 상하이GM, 상하이폭스바겐 등 완성차 회사 7개, 자동차 부품 회사 32개, 서비스 회사 9개, 해외 현지법인 4개, 연구개발센터 3개 등이 있고, 중국 내에 50여 개의 공장을 가지고 있다. 그 중 자동차부품 공급업체이자 별도의 상장기업인 화위 자동차 시스템(HUAYU Automotive Systems)의 지분 60.10%를 갖고 있다.

상하이자동차는 중국내 기업과 합작 또는 외국기업의 지분 인수를 통해 규모를 키워왔다. 1915년 상하이 바오창(寶昌)자동차로 설립된 뒤, 1982년 독일 폭스바겐과 합작계약을 맺고, 1984년 상하이 폭스바겐을 설립하였다. 1997년에는 미국 제너럴모터스(GM)와 합작해 상하이 GM을 설립한 데 이어, 2004년 10월에는 한국의 쌍용자동차를 인수했고 2010년 쌍용자동차는 인도의 마힌드라 & 마힌드라에게 매각했다. 이후 영국 자동차기업 MG로버를 인수한 난징자동차와의 합병을 통해 생산기반을 구축했다.

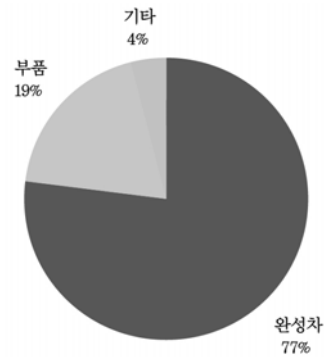
## 2. 2013년 경영분석

2013년 매출액은 5,633억위안으로 2012년대비 17.8% 증가했다. 순이익은 248억위안으로 2012년대비 19.5% 증가했다. 부문별 실적으로는 1) 완성차 부문 매출액은 4,326억위안으로 2012년 대비 15.8% 증가하였고, 2) 부품사업 부문 매출액은 1,079억위안으로 2012년 대비 32.4% 증가하였다.

〈그림 1〉 최근 매출액 및 증가율



〈그림 2〉 매출 비중 (2013년)



자료 : 상하이자동차 연간보고서, 하나대투증권      자료 : 상하이자동차 연간보고서, 하나대투증권

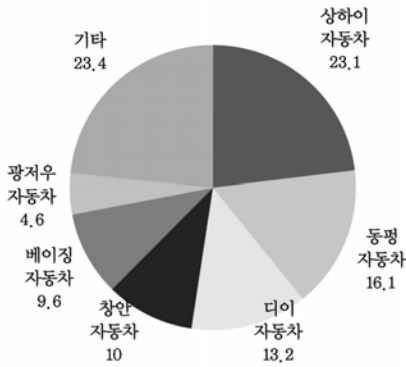
## 3. 사업내용

중국 승용차 판매 상위 3개 브랜드 보유, 실적도 호조세

상하이자동차의 중국 자동차시장 점유율은 23%로 1위다. 중국 시장 내에서의 상하이자동차의 지위는 쉽게 흔들리지 않을 것으로 보인다. 2013년 중국 승용차 판매 상위 6개 기업 중 상하이자동차의 상하이GM우링, 상하이GM, 상하이 폭스바겐이 상위 1~3위를 차지했고, 3개 기업 모두 두 자리대 성장률을 기록했다. 특히 상하이자동차의 상용차 브랜드인 SAIC 상용차와 SAIC IVECO는 2013년 전년 대비 각각 60%, 65% 성장하며 가파른 성장세를 보였다.

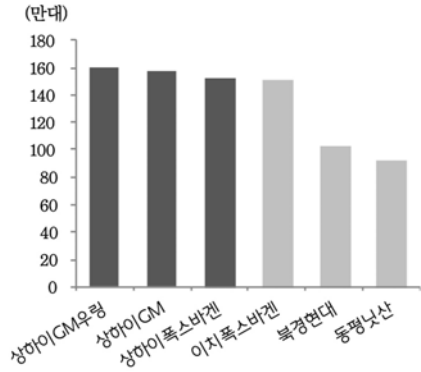
글로벌 경기 둔화가 진행되는 상황에서도 상하이자동차의 실적성장은 지속되고 있다. 합작사와의 판매호조에 힘입어 2011년 이후 상하이자동차의 매출성장률은 연평균 16.4%에 달했다. 2015년부터는 고급화 전략을 통해 합작사와 함께 새로운 판매 확대의 기반을 마련하겠다는 계획을 갖고 있다.

〈그림 3〉 중국 자동차시장 점유율 (2013년 기준)



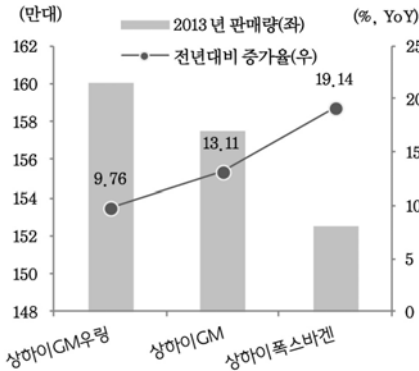
자료 : CAAM, 하나대투증권

〈그림 4〉 2013년 중국 승용차 판매 상위 6개 기업



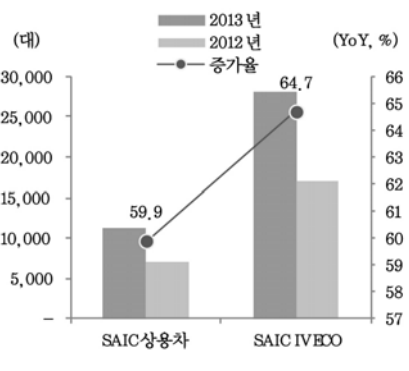
자료 : 중국 통계청, 하나대투증권

〈그림 5〉 상하이자동차 상위 3개 브랜드 판매량



자료 : 상하이자동차 연간보고서, 하나대투증권

〈그림 6〉 상하이자동차 상용차 브랜드 판매량



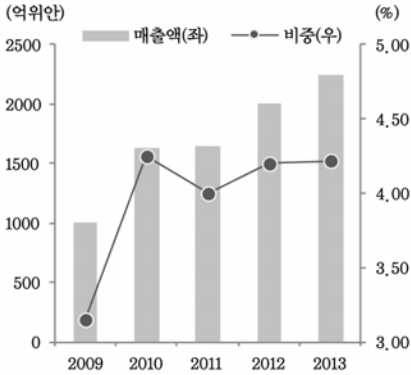
자료 : 상하이자동차 연간보고서, 하나대투증권

### 독자브랜드 육성이 주요 성장전략

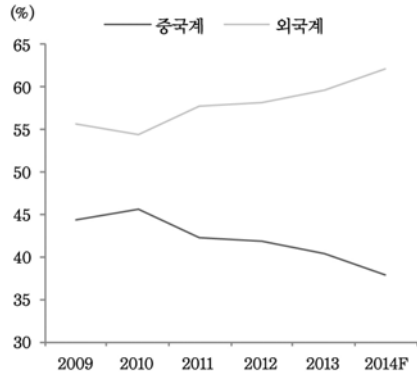
선진업체들로부터 얻은 노하우를 바탕으로 상하이자동차는 독자브랜드를 육성하고 있다. 상하이자동차는 2006년 ‘로위(Rowew)’ 브랜드를 출시해 자국 내 브랜드 인지도를 높이고 있으며 ‘로위 플러그인 하이브리드 자동차’를 출시하기도 했다. 2014년 7월에는 중국 알리바바(阿里巴巴)와 협력 관계를 맺어 중국 최초로 스마트 자동차 개발에 나서기로 했다. 알리바바와 그룹의 강점인 클라우드 기반 운영체제(OS), 빅데이터, 오토네비 등을 적용한 스마트카 서비스 ‘잉카넷(INKANET)’을 도입해 자체 브랜드 모델인 룽웨이550를 통한 스마트 자동차

서비스를 제공한다는 계획이다. 이러한 자동차 네트워크 시스템과 관련 서비스 사업의 성과는 2016년부터 점차 가시화될 것으로 보인다. 현재 상하이자동차의 가장 중요한 성장전략은 이러한 자체 브랜드 육성이다. 향후 상하이자동차는 자체 브랜드를 보유한 민영기업을 추가적으로 인수할 가능성도 있다.

〈그림 7〉 상하이자동차 자주브랜드 매출액 추이 〈그림 8〉 중국계 vs. 외국계 자동차브랜드 점유율



자료 : Bloomberg, 하나대투증권

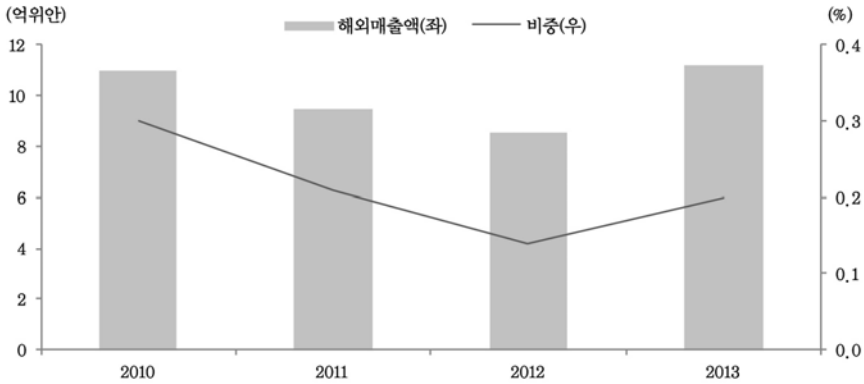


자료 : KITA, 하나대투증권

### 해외시장 진출 의지 확고, 성과는 아직 미미

상하이자동차는 글로벌 시장 진출을 위한 준비 작업 중에 있다. 신흥시장에서는 상하이GM우링의 ‘바오쥘’이라는 독자브랜드를 통해 저가차 시장을 공략하고 있다. 2012년에는 태국 CP그룹과 함께 생산공장 설립을 발표해 동남아 시장 공략 의지를 보여주었다. 태국공장은 상하이자동차가 해외에서 자체 브랜드를 생산하는 첫 사례로 2015년까지 해외 판매 80만대 목표를 달성하려는 일환으로 추진되었다. 인도네시아에는 GM과 연계해 진출하는 방안도 별도로 추진하고 있다. 핵심 파트너인 GM이 최근 해외사업본부를 상하이자동차의 근거지인 중국 상하이에서 싱가포르로 이전하겠다고 밝힌 것도 상하이자동차의 해외시장 진출 확대 전략에 따른 것으로 풀이된다. 그러나 아직까지 해외사업에서는 뚜렷한 성과가 나오지 않고 있다.

〈그림 9〉 상하이자동차 해외매출액 추이

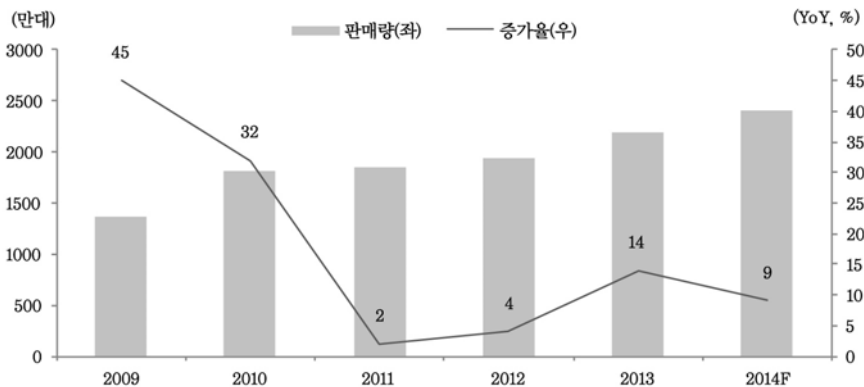


자료 : Bloomberg, 하나대투증권

#### 4. 산업 현황

전세계 자동차 생산량 상위 국가 중 매년 성장하는 나라는 중국이 유일하다. 13년 중국의 생산량은 2,212만대로 전년대비 14.8% 성장했다. 전세계 평균인 3.6%를 크게 상회하는 기록이다. 중국은 소득수준의 향상과 함께 아직까지 자동차 보급이 확대되는 단계에 있다. 인구 1,000명당 자동차 보급률은 71대에 불과한 상황이다. 대만이 290대, 한국이 360대란 점을 감안한다면 향후 소득 증대로 인한 보급률 확대가 있을 전망이다.

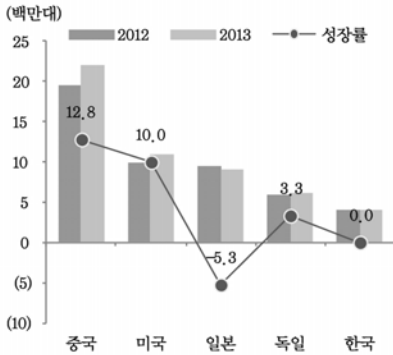
〈그림 10〉 중국 자동차 판매량 추이



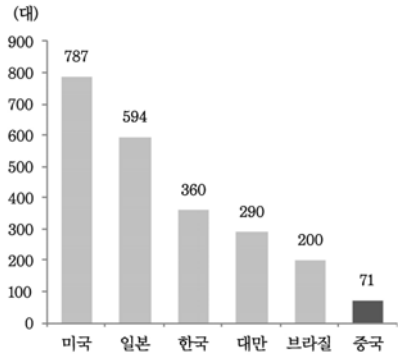
자료 : 중국통계청, 하나대투증권



〈그림 11〉 전세계 자동차 생산량 Top 5    〈그림 12〉 국가별 1000명당 자동차 침투율



자료 : 중국통계청, 하나대투증권

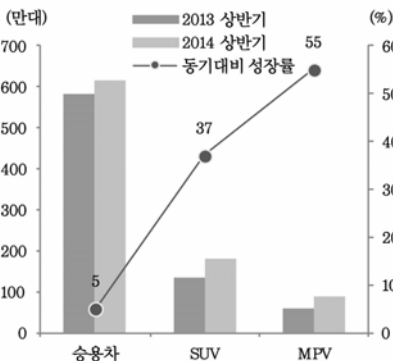


자료 : CLSA, 하나대투증권

2014년 상반기까지 중국 자동차 시장의 고급차 판매량은 전체 자동차 판매량의 9%를 차지했다. 중국 고급차 시장의 1, 2위인 아우디와 BMW는 20%대의 성장률을 보이며 고급차 시장내에서 높은 성장률을 보이고 있다. 아우디, BMW, 벤츠를 포함한 상위 3개 브랜드의 판매량은 전체 고급차 시장의 약 75%를 차지하며 압도적인 시장점유율을 보이고 있다.

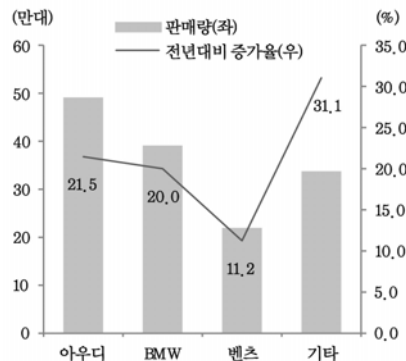
한편, 중국 승용차 시장 내에서 다목적 차량인 SUV(Sports Utility Vehicle)와 MPV(Multi-Purpose Vehicle) 차량 비중이 지속적으로 상승하고 있다. SUV의 경우 2009년의 6%에서 2014년 상반기 현재 19%까지 점유율이 증가하였으며 MPV 또한 2009년의 2%에서 2014년 상반기 현재 9%의 점유율을 기록하며 빠른 성장세를 보이고 있다.

〈그림 13〉 중국 승용차 판매 현황



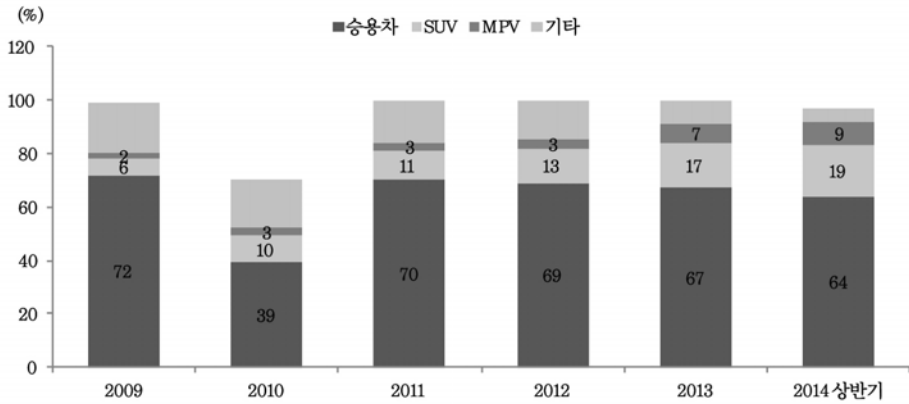
자료 : 중국통계청, 하나대투증권

〈그림 14〉 고급승용차 2013년 중국 판매량



자료 : 중국통계청, 하나대투증권



〈그림 15〉 중국 승용차 유형별 시장점유율



자료 : 중국통계청, 하나대투증권

## 5. 한국 회사 비교

한국의 대표적인 자동차회사는 현대자동차, 기아자동차, 르노삼성 등이 있다. 2013년 현대자동차의 매출액은 87조원, 순이익은 9조원이며, 한국 자동차 시장 점유율 1위 기업이다. 상하이자동차와 시가총액 규모가 비슷한 수준이며 상하이 자동차의 2014년 ROE와 배당수익률 예상치는 각각 18%, 8.5%로 현대자동차의 14%, 1.1%보다 높은 수준이다.

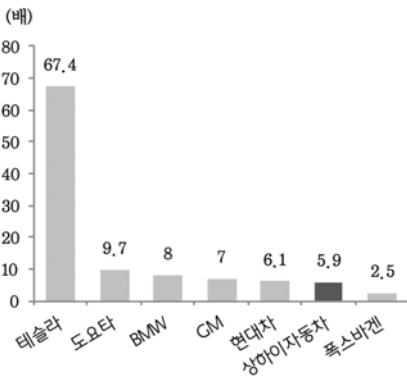
| (2014년 예상치) | 상하이자동차  | 현대자동차  |
|-------------|---|--|
|             |  <b>上汽集团</b><br>SAIC MOTOR | <br><b>HYUNDAI</b><br>Drive your way |
| 시가총액        | 38조 6,077억원   | 39조 0,990억원  |
| 매출액         | 114조 8,235억원  | 88조 5,205억원  |
| 순이익         | 5조 0,614억원  | 8조 1,906억원   |
| PER(배)      | 8.7   | 6.5  |
| PBR(배)      | 1.6   | 0.8  |
| ROE(%)      | 19  | 14   |
| 배당수익률(%)    | 5.7   | 1.1  |

\* 시가총액, 배당수익률은 2013년 기준

## 6. 최근 이슈 및 향후 전망

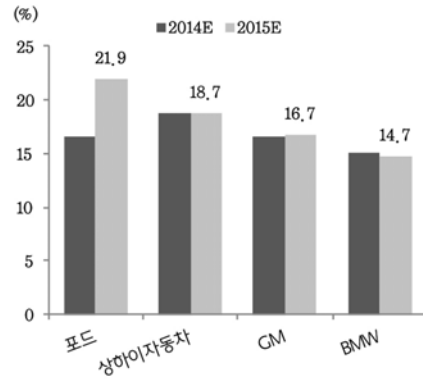
상하이자동차는 2015년 승용차 사업 중 상하이폭스바겐 매출성장률 7%, 상하이GM 매출성장률 9%로 전체 매출액은 8.5% 증가할 것으로 보고 있다. 향후 두 개 합자회사의 판매량 증가율이 지속적으로 둔화되는 반면 자체 브랜드가 플러스 성장으로 전환될 것으로 예상된다. 승용차 판매 증가율은 둔화되는 반면 상용차 판매량은 상승세를 보일 것으로 전망되며, CAPA 확장이 이미 마무리 단계에 있어 향후 6~8년간 대규모 증설 계획은 없는 상황이다. 후강통 시행으로 외국인, 기관투자자들의 투자가 늘어나면 상하이자동차는 성장과 배당에 대한 매력에 부각될 수 있을 것으로 본다. 향후 상하이자동차 주가의 관전 포인트는 연구개발을 통한 기술력 제고와 성공적 해외진출 여부가 될 것이다.

〈그림 16〉 경쟁사 PER 비교



자료 : FactSet, 하나대투증권

〈그림 17〉 경쟁사 ROE 비교



자료 : FactSet, 하나대투증권

## 7. 재무제표

(단위 : 백만 KRW, %, 배)

| FYM     | 2011       | 2012       | 2013        | 2014E       | 2015E       |
|---------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| 매출액     | 72,651,993 | 84,437,487 | 100,143,844 | 114,823,494 | 128,725,689 |
| 영업이익    | 5,043,942  | 4,512,794  | 2,948,353   | 6,099,113   | 7,057,098   |
| 당기순이익   | 3,467,045  | 3,704,463  | 4,416,916   | 5,061,423   | 5,801,341   |
| 매출액 증가율 | 18.6       | 11.6       | 18.9        | 14.0        | 12.1        |
| 순이익 증가율 | 23.4       | 2.6        | 19.5        | 14.6        | 14.6        |
| EPS 증가율 | 15.3       | 2.6        | 19.6        | 12.5        | 13.6        |
| 부채비율    | 32.9       | 37.1       | 40.0        | -           | -           |
| 매출총이익률  | 17.0       | 15.2       | 12.7        | 12.8        | 12.8        |
| ROA     | 6.7        | 6.5        | 7.2         | 8.3         | 8.3         |
| ROE     | 21.4       | 18.5       | 19.1        | 18.6        | 18.3        |
| P/E     | 7.7        | 9.4        | 6.3         | 8.7         | 6.9         |
| P/B     | 1.5        | 1.6        | 1.1         | 1.6         | 1.3         |
| 배당수익률   | 2.1        | 3.4        | 8.5         | 5.7         | 6.5         |

자료 : Bloomberg, 하나대투증권

### Ⅲ. 화이브라더스 (华谊兄弟传媒股份有限公司)

#### 중국 영화산업 성장의 최대 수혜주

##### Summary

##### 중국 영화산업 르네상스를 맞이하다

13년말 중국 영화산업 규모는 276억 위안까지 성장해 최근 10년간 연평균 30% 이상의 성장세를 지속함. 중국 영화산업의 지속적 성장기대에 최대 수혜주로 부상하고 있음

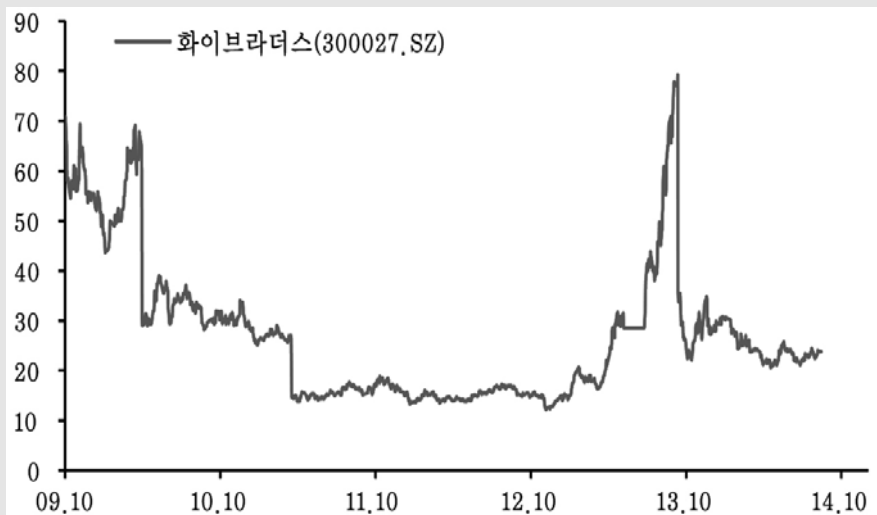
##### 규모의 성장보다 수익성 개선에 주목

13년 매출액은 20.1억위안으로 전년대비 45.3%로 확대되었으며, 영업이익률은 무려 44.8%를 기록함. 동사의 투자 포인트는 매출 확대에 의한 외형성장과 지속적인 이익 고성장

##### 중장기적 성장매력 지속과 벨류에이션 메리트까지 검비

12년을 시작으로 동사가 영화/드라마 제작과 상영까지 풀라인업을 갖추면서 이익개선과 수익의 안정성을 갖추게 됨. 특히, 최근 단기성 요인에(소속연예인 유출 및 제작영화 흥행 저조) 의한 주가조정으로 벨류에이션 매력 높아짐. 심천시장 개방시 최대 수혜주로 예상되는 엔터테인먼트 1등주

〈화이브라더스 주가추이〉



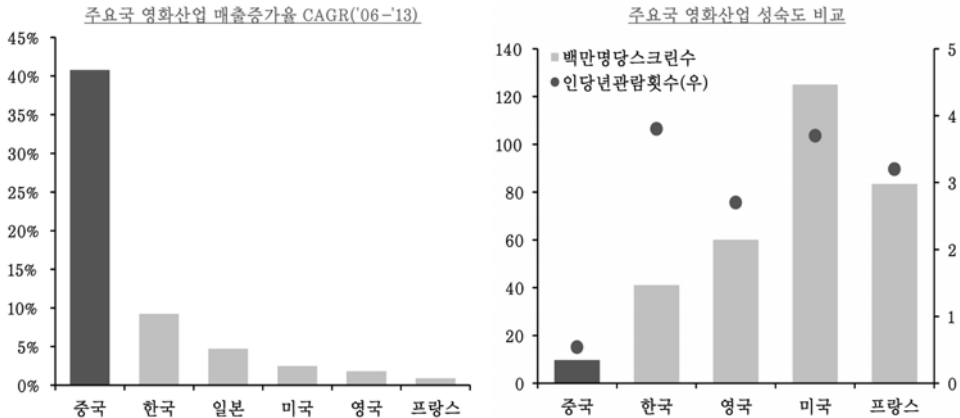
## 1. 산업배경

2012년 중국 영화관람객은 4.7억명을 돌파하며 일본을 넘어 세계 2위 시장으로 성장했고 통계국의 보도에 따르면 2013년말 중국 영화시장 규모는 276억 위안(4.6조원)까지 성장해 최근 10년간 연평균 30% 이상의 성장세를 보이고 있다. 중국 리서치 기관들은 2018년 중국 영화산업 규모가 미국을 넘어 글로벌 최대 영화시장으로 성장할 것이라 전망하고 있다.

도시화 등 부동산 개발의 활황도 영화산업 성장과 영화제작 및 배급업체에게 날개를 달아 주었다. 최근 부동산경기가 약세를 보이고 있지만 여전히 도시화 확대 정책 특혜 속에 상업용 부동산 개발이 2-3선 도시를 중심으로 확대되고 있다. 특히, 멀티플렉스(multiplex) 건설이 붐을 이루고 있는데 이러한 과정에서 영화 스크린 수가 빠르게 확대되고 있다.

2003년 중국 스크린 수는 2,000개에도 미치지 못했으나 2013년말 1.8만개로 폭발적 성장을 했고 박스오피스 수입은 2006년 26억위안에서 2013년 218억위안으로 연평균 성장률이 28%에 이른다. 2013년을 기준으로 중국 백만명당 스크린수로 환산하면 아직 10여개에도 미치지 못한다. 미국은 백만명당 스크린수가 125개에 육박함을 감안하면 중국 영화산업의 성장은 아직 시작단계에 불과해 보인다.

〈그림 1〉 중국 영화산업의 고속 성장은 지속    〈그림 2〉 향후 성장에 대한 기대감도 높음



자료 : 화이브라더스 연간보고서, WIND

## 2. 기업 소개

화이브라더스는 영화, 드라마 제작, 배급, 매니지먼트, 광고 및 영화관 운영 사업까지 진출한 종합 엔터테인먼트그룹이다. 화이브라더스는 왕중진(王忠军), 왕중레이(王忠磊) 두 형제가 시작한 영화사로 중국 최고 감독인 펑샤오강(冯小刚)의 영화에 투자하면서 영화계에 발을 들였다.

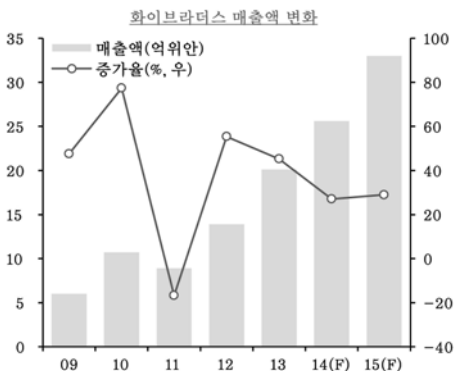
화이브라더스 성장 동력의 핵심은 영화산업과 시너지를 발휘할 수 있는 사업 영역에서 성공적인 M&A를 통해 급성장 하였으며 2009년에는 중국의 KOSDAQ 이라고 불리는 ChiNext시장에 상장해 연 매출액 20억위안, 시가총액은 306조 위안(원화 5.1조원)의 중국 최대 영화업체로 성장했다. 화이브라더스는 미디어 업체로는 최초로 중국 500대 기업에 이름을 올렸다.

## 3. 2013년 경영분석

2013년 매출액 20억위안 중 영화 제작 및 배급 매출액은 11억위안으로 전년 대비 76% 성장, 드라마 제작 매출액은 5억위안으로 전년 대비 36% 증가, 영화관 매출액은 2억위안으로 전년 대비 61% 성장, 연예인 매니지먼트 사업 매출액은 1.6억위안으로 전년 대비 30% 감소했다.

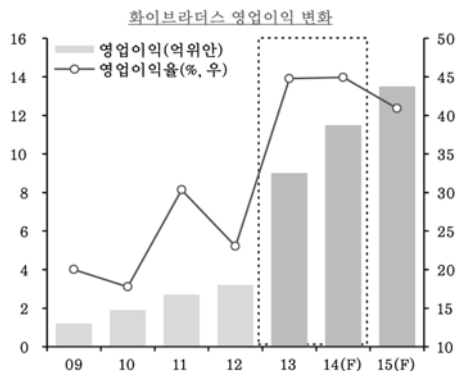
동사는 2013년 영업이익이 9.0억위안으로 전년대비 179.7% 성장했으며 영업이익률도 44.8%로 이익의 질적 측면에서도 업계 최고수준을 보이고 있다.

〈그림 3〉 매출의 양적 성장은 지속됨



자료: 각 사 사업보고서, WIND

〈그림 4〉 주요 매출비중



## 4. 사업내용

### 1) 영화사업

2013년 매출액 20억위안 중 영화 제작 및 배급 매출액은 11억위안으로 전년 대비 76% 성장했으며 매출액 기여도는 44%에서 54%로 증가, 마진율은 55%에 달해 전년 대비 20% 높아졌다.

2012년 9월부터 2013년 말까지 화이브라더스는 19편의 영화와 740회 분량의 드라마를 시장에 공급했으며, 이에 약 10억위안을 투자했다. 영화사업 매출액의 45%를 가져온 주성치 감독의 ‘서유항마편(西游降魔篇)’, 펑샤오강 감독의 ‘사인정제(私人定制)’, ‘적인결2: 신도해왕의 비밀(狄仁杰之深度龙王)’은 좋은 반응을 얻어 2013년 실적 호조에 기여했다.

### 2) 드라마 및 영화관 사업

2013년 매출액 20억위안 중 드라마 제작 매출액은 5억위안으로 전년 대비 36% 증가, 영화관 매출액은 2억위안으로 전년 대비 61% 성장했고, 드라마 제작 마진율은 44.89%로 전년 대비 11% 감소했다.

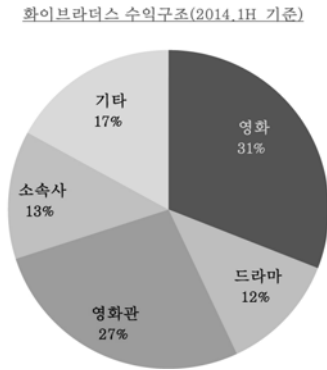
화이브라더스가 운영하는 영화관은 2013년 기준 15개이며, 매출액은 61% 성장, 마진율은 59%에 달했다. 화이브라더스는 인수합병을 통한 투자방식으로 영화관 사업 분야에 신중하게 접근하고 있다.

### 3) 기타사업

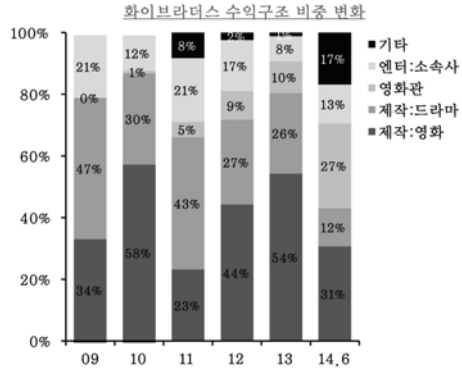
동사의 주력 사업영역은 크게 영화제작, 배급, 투자와 드라마와 예능 프로그램 제작을 주 업무로 하지만 엔터테인먼트(연예인메니지먼트)가 가장 높은 수익성을 보이고 있다. 또한, 음반제작, 게임제작, 테마파크, 부동산, VC/PE투자 와 해외수익도 미래 성장성이 기대되는 영역이다.



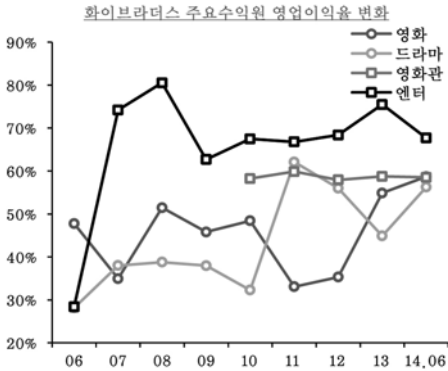
〈그림 5〉 제작, 배급, 상영, 소속사까지 수익구조 다각화



〈그림 6〉 수익구조의 다변화가 진행되고 있음

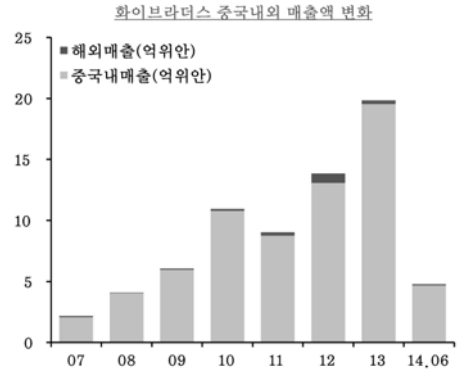


〈그림 7〉 주 수익구조인 제작은 안정적 구조를 유지



자료: 각 사 사업보고서, WIND

〈그림 8〉 해외진출과 합작투자를 통한 향후 성장기대



자료: 각 사 사업보고서, WIND

## 5. 주주구성

화이브라더스의 최대주주 구성을 보면 왕중권과 왕중레이 형제를 제외한 3대 주주는 중국 최대 IT S/W업체 TENCENT이고 4대 주주는 알리바바의 마윈 (Jack Ma)이다. 아직 인터넷 기반을 활용한 서비스는 영업단 이익에서 큰 시너지를 찾고 있지 못하지만 미래 성장의 원동력의 기반으로 판단되며 인터넷 플랫폼 업체와의 온라인 수익의 확장이 기대된다.

〈표 1〉 주주구성

|   | 2009    |       | 2010    |       | 2011    |       | 2012    |       | 2013    |       | 2014    |       |
|---|---------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|
|   | 주주명     | 비중    | 주주명     | 비중    | 주주명     | 비중    | 주주명     | 비중    | 주주명     | 비중    | 주주명     | 비중    |
| 1 | 王忠军     | 26,14 | 王忠军     | 26,14 | 王忠军     | 26,14 | 王忠军     | 26,14 | 王忠军     | 23,90 | 王忠军     | 23,36 |
| 2 | 王忠磊     | 8,27  | 王忠磊     | 8,27  | 王忠磊     | 8,27  | 王忠磊     | 8,27  | 王忠磊     | 6,94  | 王忠磊     | 6,79  |
| 3 | Jack Ma | 8,23  | Jack Ma | 7,34  | Jack Ma | 5,50  | Jack Ma | 5,50  | Tencent | 4,60  | Tencent | 4,86  |
| 4 | 鲁伟鼎     | 3,51  | 鲁伟鼎     | 3,51  | Tencent | 4,60  | Tencent | 4,60  | Jack Ma | 4,13  | Jack Ma | 4,03  |
| 5 | 江南春     | 3,51  | 建设银行    | 2,98  | 鲁伟鼎     | 3,51  | 鲁伟鼎     | 3,51  | 虞锋      | 1,80  | 虞锋      | 1,76  |

## 6. 정책적 수혜

### 1) 정부의 미디어 산업 육성계획

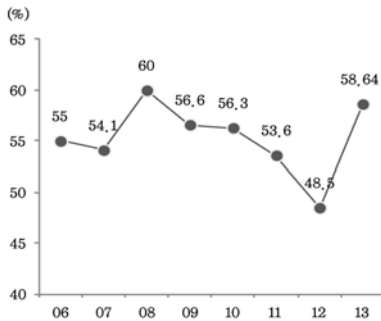
시진핑 정부는 거대 미디어 그룹양성을 올해 주된 정책 목표로 재정하고 이 중 영화 및 방송산업이 핵심영역으로 지정되었다. 화이브라더스는 민영업체가기는 하나 업계 1위업체로 정부의 정책적 수혜를 직접적으로 받을 수 있을 것으로 기대된다.

### 2) 스크린 쿼터 제도의 수혜

중국도 과거 한국처럼 자국 영화산업의 육성을 위해 스크린 쿼터를 시행하고 있고 이는 동사의 안정적 수익성 확보와 해외 영화산업과의 합작에 기회를 제공하고 있다.

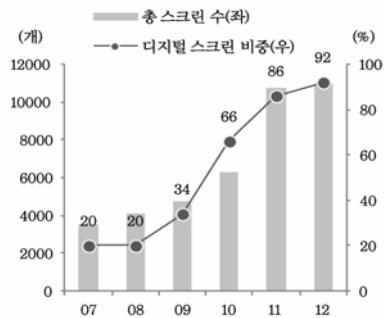
중국은 외국영화 수입 편수를 1년에 20편으로 제한했었으나 2011년 3월 외국영화 수입 제한 조치를 완화하였다.

〈그림 9〉 중국 영화 시장점유율



자료: 각 사 사업보고서, WIND

〈그림 10〉 중국 영화관 스크린 수 추이




자료: 각 사 사업보고서, WIND

## 7. 한국 회사 비교

화이브라더스는 중국의 대표적 종합 미디어 그룹으로 국내 CJ그룹과 유사한 구조를 가지고 있지만 영화, 드라마, 엔터테인먼트 제작 및 배급이 주된 사업영역을 감안하면 한국의 대표적인 영화 배급사 쇼박스, CJ E&M, 롯데엔터테인먼트 등과 상대비교를 하는 것이 적절하다.

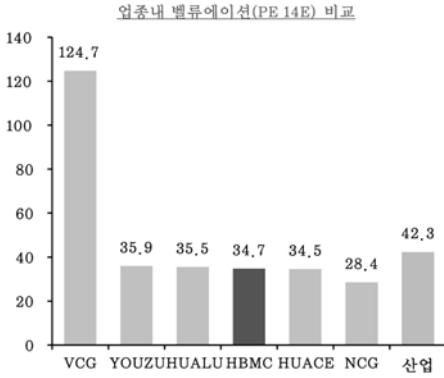
중국 영화산업의 성장과는 반대로 한국의 CJ E&M의 2013년 매출액은 4.3조 원이며, 순이익은 9억원으로 2013년 233억원에서 큰 폭으로 감소했다.

| (2013년말) | 화이브라더스  | CJ E&M   |
|----------|---|--|
|          | <br>HYBR BROTHERS<br>华 谊 兄 弟 传 媒 | <br>CJ E&M |
| 시가총액     | 4조 6,907억원  | 1조 8,339억원   |
| 매출액      | 3,551억원   | 1조 7,161억원   |
| 순이익      | 1조 1,849억원  | 9억원  |
| PER(배)   | 51  | 356  |
| PBR(배)   | 4   | 1  |
| ROE(%)   | 2   | 0  |

## 8. 최근 이슈 및 2015년 전망

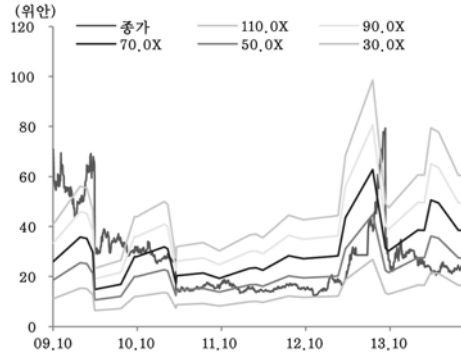
향후 5~10년간 중국 영화산업은 높은 성장세를 이어갈 것으로 전망되며, 2015년 화이브라더스의 박스오피스 수입은 약 50~60억위안에 달할 것으로 예상된다. 드라마 사업부분의 순이익은 2014년 약 4300억위안에 달할 전망으로 향후 3년간 30%의 순이익 성장이 전망된다.

〈그림 11〉 업종 평균에도 미치지 못하는 벨류에이션 매력



자료: 각 사 사업보고서, WIND

〈그림 12〉 화이브라더스 주가 추이 및 PER 밴드



자료: 각 사 사업보고서, WIND

## 9. 재무제표

| FYM(억위안,%,배) | 2011       | 2012       | 2013       | 2014E      |
|--------------|------------|------------|------------|------------|
| 매출액          | 23,480,972 | 29,090,325 | 34,262,069 | 38,980,902 |
| 영업이익         | 1,936,531  | 2,640,388  | 2,742,540  | 2,594,334  |
| 당기순이익        | 1,376,231  | 1,857,429  | 1,880,120  | 2,256,144  |
| 매출액 증가율      | 7          | 19         | 18         | 16         |
| EPS 증가율      | 58         | 24         | 175        | 15         |
| BPS 증가율      | 41         | 30         | 23         | 25         |
| 부채비율         | 62         | 47         | 37         | 40         |
| ROE          | 26         | 26         | 21         | 17         |
| P/E          | 13         | 10         | 11         | 47         |
| P/B          | 3          | 2          | 2          | 8          |
| 배당수익률        | 0          | 0          | 0          | 0          |

#### IV. 중국인수생명 (中国人寿保险有限公司)

##### 중국 내 생명 보험 시장 1위, 대표보험사

중국 보험 시장 세계 4위, 1인당 보험료 수준은 낮아 장기 성장 기대

중국 보험 산업 시장 규모는 전세계 4위지만, 1인당 보험료 수준은 178달러. 미국(4,047\$), 한국(2,785\$), 일본(5,167\$)에 비하면 현저히 낮은 수준. 하지만 중국 1인당 소득 증가와 정부의 보험산업 육성정책이 가시화 된다면 장기적으로 고성장 예상

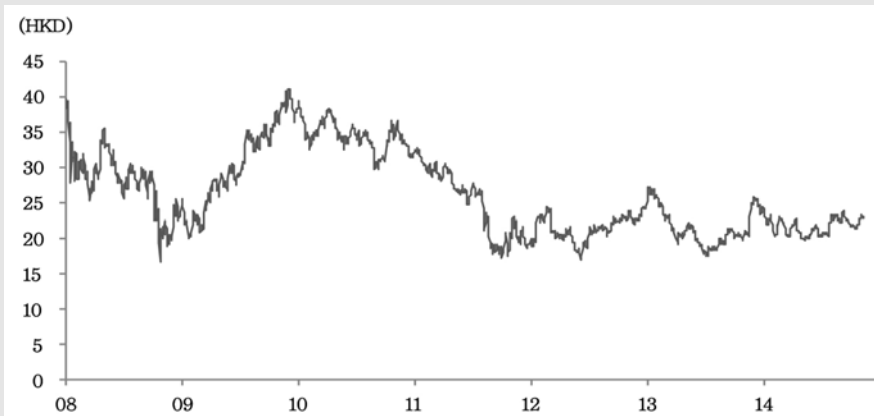
중국 생명보험 시장 1위 기업 중국인수, 장기투자 유망

중국인수는 생명보험 시장 점유율 33%로 1위(수입보험료 기준)회사임. 또한 경쟁회사인 평안보험, 태평양보험사보다 강한 경쟁력을 보유한 시장을 선도하는 기업. 또한 금리 자유화에 따른 실세금리 상승 추세로 향후 수익성 향상 또한 본격화할 전망

보험 시장 미개척지, 농촌으로 적극적인 판매 기대

보험업은 개인 소득의 증가 및 산업의 발전과 함께 성장하는 성격을 가지고 있으므로, 향후 중국 농촌 및 2,3선 도시지역의 1인당 소득이 증가하게 된다면 그만큼의 새로운 보험에 대한 수요를 기대함. 실제로 중국 내에서도 소득수준이 높은 1선도시(베이징, 상하이, 선전, 광저우) 지역의 보험밀도는 다른 도시 보다는 상대적으로 높은 편임. 중국 내에서도 대도시 지역 보험밀도 수준은 중국 평균보다 3배 높은 수준에 있으므로 중국 보험업의 장기 성장 가능성 큼

〈중국인수 최근 주가 추이〉



자료 : 블룸버그, 하나대투증권

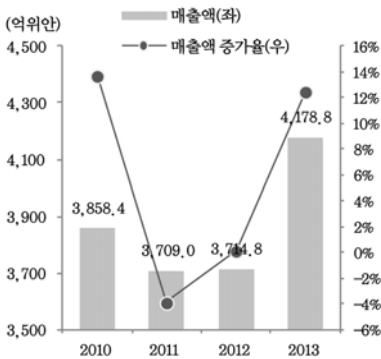
## 1. 기업 소개

중국인수보험회사는 중국 최대의 생명보험 그룹이다. 업무로는 생명보험, 재산보험, 양로보험(기업연금), 자산관리, 투자, 해외 업무 등이 있다. 중국 기업 최초로 뉴욕, 홍콩, 중국 상하이 A주 증시 3곳에 상장한 회사이며, 중국 내 최대 기관투자자 중 하나이다. 중국인수는 11년 연속 포춘지에서 선정한 500대 브랜드 내에 들었으며, 최근에는 기업 111위를 기록하였다.

## 2. 2013년 경영분석

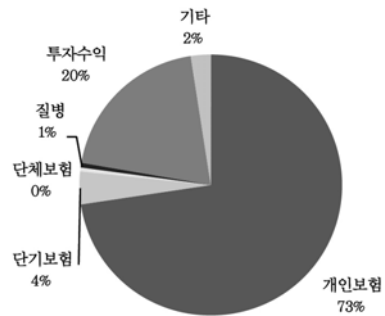
중국인수보험회사의 2013년 매출액은 4,178.8억위안으로 2012년 대비 12.5% 증가하였다. 순이익은 247.7억위안으로 2012년 대비 123.9% 증가하였다. 중국인수 매출액은 보험료 78%, 투자수익 20%, 기타 2%로 구성되었다. 부문별 실적으로는 1) 수입보험료 3,248.1억위안, 2) 투자수익은 828.2억위안, 3) 기타수입 43.24억위안을 기록하였다.

〈그림 1〉 최근 매출액 및 증가율



자료 : 중국인수 사업보고서, 하나대투증권

〈그림 2〉 매출 비중 (2013년)



자료 : 중국인수 사업보고서, 하나대투증권

### 3. 사업내용

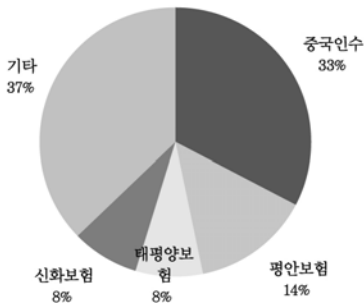
#### 1) 수입보험료

2013년 중국인수보험회사의 수입보험료는 3,248.1억 위안으로 전년 동기대비 0.8% 증가하였다. 보험료는 크게 개인, 단체, 단기, 질병보험 등으로 나뉘져 있다. 그 중, 단체 업무가 전년 동기 대비 341.9% 증가하였다. 이러한 급속한 증가는 단체 연금보험 업무의 성장 때문이었다. 수입보험료 기준으로 중국인수의 시장 점유율은 33%로 1위를 기록하고 있다.

#### 2) 투자수익

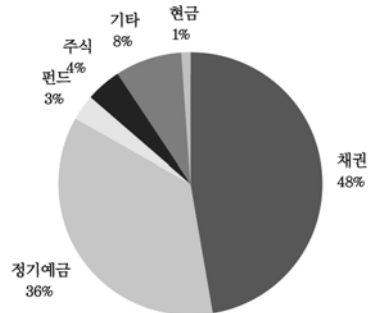
중국인수 보험의 투자 수익은 828.2억 위안으로 전년 동기대비 13.1% 증가하였다. 투자자산은 1조 8,486억 위안으로 전년 동기대비 3.2% 증가하였다. 중국인수 보험의 투자 포트폴리오는 채권 47.3%, 정기예금 35.9%, 펀드 3.2%, 주식 4.3%, 현금 1.1%, 기타 8.2%로 구성되어 있다. 이자 수입의 안정적인 성장으로 총투자수익률은 4.9%를 기록하였다.

〈그림 3〉 중국인수 시장 점유율 1위



자료 : 중국보험협회, 하나대투증권

〈그림 4〉 중국인수 투자자산 포트폴리오



자료 : 중국인수보험 연간보고서, 하나대투증권

〈표 1〉 인수생명 부문별 매출액

| (억위안) | 개인보험    | 단기보험  | 단체보험 | 질병   | 투자수익  | 기타      |
|-------|---------|-------|------|------|-------|---------|
| 2011  | 3,019.9 | 158.0 | 4.4  | 0.0  | 607.2 | (81.0)  |
| 2012  | 3,057.3 | 159.3 | 4.7  | 0.0  | 732.4 | (238.8) |
| 2013  | 3,034.3 | 169.5 | 20.6 | 23.8 | 828.2 | 102.5   |

자료: 하나대투증권

〈표 2〉 인수생명 부문별 매출액 증감률

|      | 개인보험  | 단기보험 | 단체보험   | 질병   | 투자수익  | 기타      |
|------|-------|------|--------|------|-------|---------|
| 2011 | -0.3% | 6.3% | -6.4%  | 0.0% | 24.2% | -142.9% |
| 2012 | 1.2%  | 0.8% | 5.7%   | 0.0% | 20.6% | 194.9%  |
| 2013 | -0.8% | 6.4% | 341.9% | 0.0% | 13.1% | -142.9% |

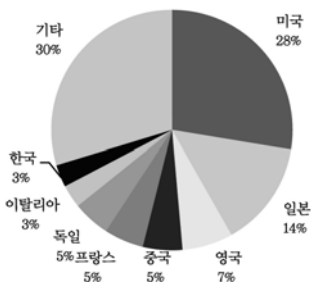
자료: 하나대투증권

#### 4. 산업 현황

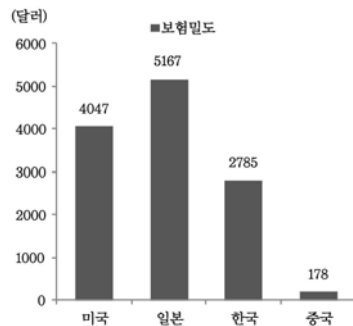
보험개발원에 따르면 2012년 중국의 보험시장은 전세계 4위다. 미국, 일본 영국이 1-3위를 기록했고 한국은 8위이다. 선진국의 보험밀도 수준이 평균 3,200달러인 것을 감안하면, 중국 보험 밀도(178달러)는 선진국에 비해 현저히 낮은 수준에 있다. 하지만 중국 정부가 발표한 ‘중국보험업발전12.5규획’에 따르면 2015년에는 보험밀도를 2,100위안, 보험업 총 자산 규모를 10조 위안까지 늘리겠다는 계획이다.

한편, 중국의 1선도시(베이징, 상하이, 선전, 광저우) 지역의 보험 밀도는 다른 도시 보다 상대적으로 높은 편이다. 베이징, 상하이의 보험 밀도는 각각 4,572위안, 3,447 위안이다. 중국 지역 내에서도 소득 수준이 높은 대도시 지역의 보험밀도가 높은 것으로 조사 되었다. 이는 향후 중국 농촌 및 2,3선 도시지역의 1인당 소득이 증가하게 된다면 그만큼의 새로운 보험에 대한 수요가 존재한다는 것을 의미한다.

〈그림 5〉 세계 보험 시장 점유율



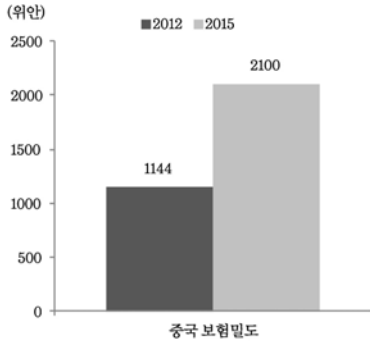
〈그림 6〉 주요 선진국과 중국의 보험 밀도



자료 : 중국보감회, 보험개발원(수입보험료 기준), 하나대투증권 자료 : 중국보감회, 보험개발원, 하나대투증권

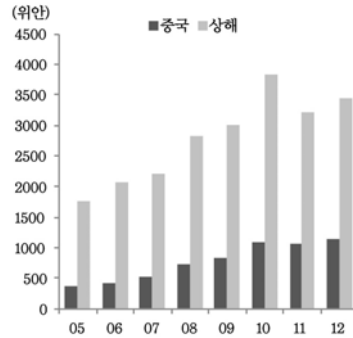


〈그림 7〉 2012년 보험밀도와 2015년 목표치



자료 : 중국보감회, 하나대투증권



〈그림 8〉 중국 평균과 대도시 상해 보험밀도 비교



자료 : 중국보감회, 보험개발원, 하나대투증권

### 5. 한국 회사 비교

중국인수는 대표적인 중국의 생명보험회사로 한국의 삼성생명과 비교를 했다. 언론 보도에 따르면, 삼성생명은 현재 26.7%의 시장 점유율 기록하며 1위를 유지하고 있다. 이어서 한화생명이 12.6%로 2위를 하고 있다.

| (2013년말) | 중국인수  | 삼성생명   |
|----------|---|--|
|          | <br>CHINA LIFE<br>中国人寿 | <br>SAMSUNG<br>삼성생명 |
| 매출액      | 74조 838억원   | 19조 1,096억원  |
| 순이익      | 4조 4,100억원  | 1조 186억원   |
| PER(배)   | 22  | 22   |
| PBR(배)   | 2   | 1  |
| ROE(%)   | 11  | 4  |

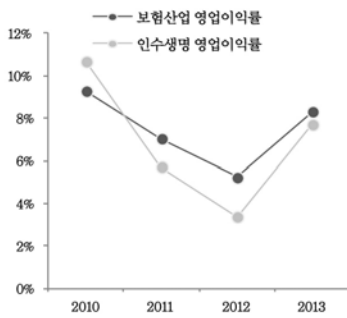
### 6. 최근 이슈 및 전망

중국은 현재 수입보험료에 비해 보험밀도와 침투도가 낮은 상황이다. 하지만 중국의 1선도시(베이징, 상하이, 선전, 광저우) 지역의 보험 밀도는 다른 도시 보다는 상대적으로 높은 편인 것을 보면, 도시화 진전과 함께 성장할 것으로

판단된다. 또한 생명보험의 3대 분야인 1) 생명보험, 2) 건강보험, 3) 양로보험의 발전은 질병보험에 집중될 것으로 판단된다.

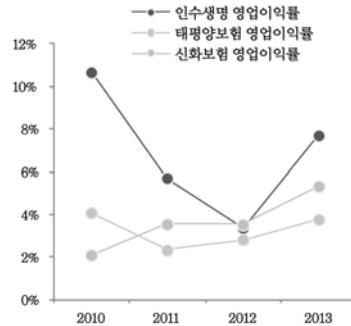
2014년 인수생명 보험은 예정이율 상한을 폐지하게 된 것에 대한 수혜를 얻을 수 있을 것으로 생각된다. 2014년 인수생명 보험은 보험회사의 자산운용 규제를 완화한 덕분에 기업채권, 부동산, 인프라 등의 자산 비중을 더욱 더 늘릴 것으로 기대된다. 즉, 금리자유화의 최대수혜기업이 될 수 있다.

〈그림 9〉 중국보험산업 및 인수생명 영업이익률 비교



자료 : Wind, 하나대투증권

〈그림 10〉 인수생명 및 중국 경쟁기업 영업이익률



자료 : Wind, 하나대투증권

## 7. 재무제표

| FYM     | 2011       | 2012       | 2013       | 2014E      | 2015E      |
|---------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 매출액     | 63,496,952 | 66,306,211 | 74,336,876 | 73,462,783 | 77,339,560 |
| 영업이익    | 3,287,216  | 1,875,459  | 5,406,014  | 6,897,025  | 8,160,023  |
| 당기순이익   | 3,142,855  | 1,974,534  | 4,410,038  | 5,550,697  | 6,401,740  |
| 매출액 증가율 | - 4        | 0          | 12         | - 1        | 5          |
| 순이익 증가율 | - 45       | - 40       | 124        | 30         | 15         |
| 부채비율    | 22         | 61         | 40         | -          | -          |
| 영업이익률   | 5          | 3          | 7          | 10         | 0          |
| 매출순이익률  | 5          | 3          | 6          | 7          | 0          |
| ROA     | 1          | 1          | 1          | 1          | 2          |
| ROE     | 9          | 5          | 11         | 13         | 14         |
| P/E     | 24         | 52         | 22         | 22         | 13         |
| P/B     | 2          | 3          | 2          | 3          | 2          |
| 배당수익률   | 1          | 1          | 2          | 2          | 2          |

자료: 하나대투증권  
단위: 백만원, %, 배

## V. 중국국제여행사 (中国国旅)

### 중국 여행 및 면세점 최대 회사

#### Summary

#### 중국 소득 증가에 따른 여행 산업 발전

중국 여행 산업은 최근 5년 평균 16% 성장률을 기록하고 있으며, 2003년 사스 사태와 2008년 금융위기를 제외하면 두 자리 성장률을 기록. 1972년에서 1980년, 미국 1인당 GDP는 5,800달러에서 12,000달러로 증가. 이 시기에 미국 1인당 여행 횟수가 연평균 2.15회에서 4.56회로 증가. 2013년 중국 1인당 GDP는 6,569달러 수준이며, 연평균 여행 횟수는 중국 도시 기준으로 2.1회로 과거 40년 전 미국 수준과 비슷

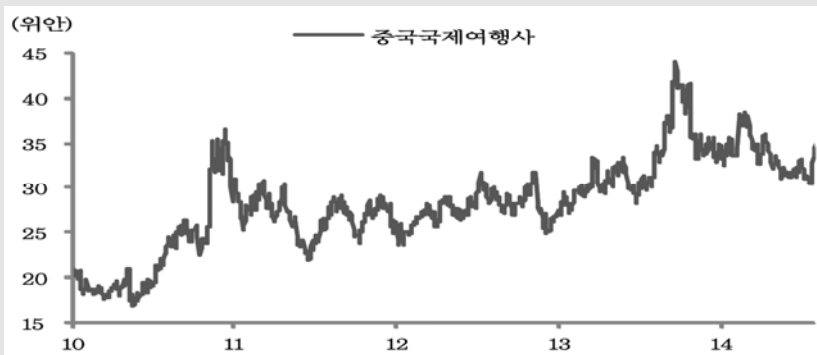
#### 중국국여, 여행 및 면세점 시장 점유율 1위

2013년 중국국여의 매출액은 174.48억위안으로 2012년 대비 8.15% 증가. 순이익은 12.95억위안으로 2012년 대비 28.73% 증가. 여행업무는 107.72억 위안으로 2012년 대비 1.6% 증가, 면세점 업무는 64.7억위안으로 2012년 대비 19.8% 증가

#### 중국 국내 면세점 시장 적극적 진출

중국 면세시장 규모는 외국 여행객이 한국보다 11.9배가 많음에도 한국의 45% 수준. 2012년 중국 면세시장 매출은 24억 달러에 불과하나 향후 정책적 지원에 힘입어 연평균 20~30%의 빠른 성장세를 기록할 것으로 전망

〈중국국여 최근 5년 주가 추이〉



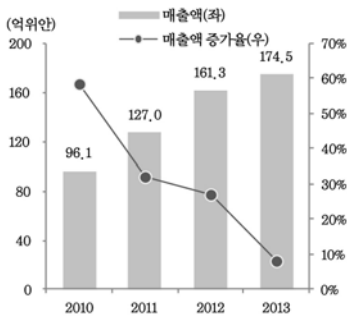
## 1. 기업 소개

중국국제여행사는 현재 중국에서 최대 규모, 최고의 실력을 자랑하는 여행사 그룹이며 포춘이 선정한 '중국 500대 기업' 내 유일한 여행 관련 기업이다. WTO(세계관광기구)에 가입한 중국 최초의 기업회원이고 중국 여행사 협회 회장 업체이며 PATA(아시아태평양관광협회), IATA(국제항공운송협회) 등 국제기구에 가입했다. 2004년에는 중국면세품주식유한공사와 합병하면서 중국국제여행 그룹회사를 설립했다. 중국국제여행사 자회사로는 중국면세품주식유한공사, 중국국제여행사총사, 중국국제여행투자, 중국국제여행정보기술이 있다. 홍콩에 상장되어 있는 홍콩중여(00308.HK)와는 별개의 회사이다.

## 2. 2013년 경영분석

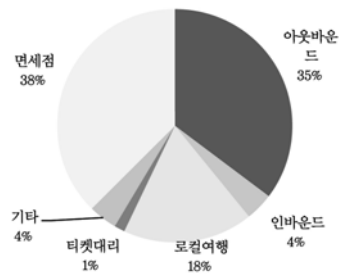
2013년 중국국여의 매출액은 174.48억위안으로 2012년 대비 8.15% 증가하였다. 순이익은 12.95억위안으로 2012년 대비 28.73% 증가하였다. 여행업무는 107.72억위안으로 2012년 대비 1.6% 증가, 면세점 업무는 64.7억위안으로 2012년 대비 19.8% 증가하였다.

〈그림 1〉 최근 매출액 및 증가율



자료 : 중국국여 연간보고서, 하나대투증권

〈그림 2〉 매출 비중 (2013년)



자료 : 중국국여 연간보고서, 하나대투증권

## 3. 사업내용

### 1) 여행

여행업무는 107.72억위안으로 전년 동기 대비 1.6% 증가하였다. 우선 여행업

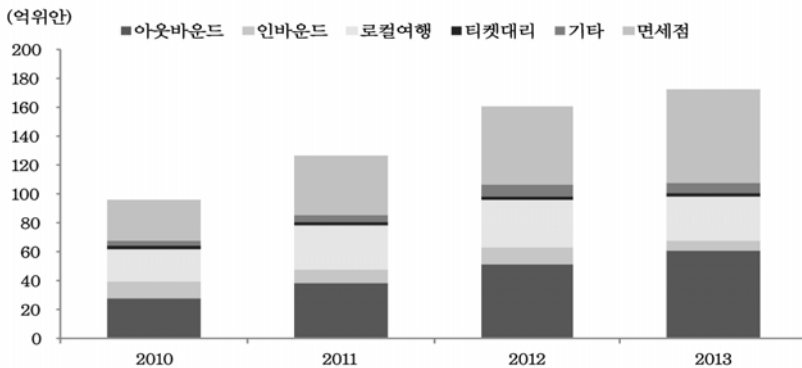
무 세부 분야를 보게 되면 1) 인바운드 매출은 6.65억위안으로 전년 동기 대비 -37.28% 기록, 2) 아웃바운드 매출은 60.87억위안으로 전년 동기 대비 17.8% 증가, 3) 로컬 여행은 30.87억위안으로 전년 동기 대비 -8.75% 기록, 4) 티켓 대리는 2.52억위안으로 전년 동기 대비 14.72% 증가, 5) 기타 서비스는 6.79억 위안으로 전년 동기 대비 -11.84%를 기록하였다. 인바운드 매출 감소의 주된 원인은 크게 3가지이다. 1) 유럽 및 미국 경제 회복 둔화에 따른 인바운드 해외 여행객 구매력 하락, 2) 중국 환경 오염 악화, 3) 위안화 환율 절상으로 인한 중국여행 수요 감소가 있다.

아웃바운드 매출 증가 원인은 소득증가와 해외 상품 개발 때문으로 판단된다. 새로운 여행 상품 개발 및 럭셔리 상품 개발로 여행 상품에 대한 수요가 급증하였으며, 이로 인한 남미/중동/아프리카에 대한 상품 판매가 증가하였다.

## 2) 면세점

면세점 업무는 64.7억위안으로 전년 동기 대비 19.8% 증가하였다. 11개의 신규 면세점을 설립하였으며, 기존의 면세점 리모델링을 통한 매장 확장과 판매 네트워크 강화를 추진하였다. 1) 면세 상품은 59.68억위안으로 전년 동기 대비 16.24% 증가하였고, 2) 일반 상품은 5.01억위안으로 전년 동기 대비 89% 증가하였다. 일반 면세상품은 고속도로, 항주 T3 비행기 터미널, 낙양 비행기 터미널 등 만평의 면세점에서 판매되고 있다.

〈그림 3〉 중국국여 부문별 매출 추이



자료 :

〈표 1〉 중국국여 분야별 매출 추이

| (억위안) | 아웃바운드 | 인바운드 | 로컬여행 | 티켓대리 | 기타  | 면세점  |
|-------|-------|------|------|------|-----|------|
| 2010  | 27.8  | 11.1 | 22.6 | 2.0  | 3.6 | 28.3 |
| 2011  | 38.6  | 9.6  | 29.6 | 2.4  | 5.1 | 40.7 |
| 2012  | 51.7  | 10.6 | 33.8 | 2.2  | 7.7 | 54.0 |
| 2013  | 60.9  | 6.7  | 30.9 | 2.5  | 6.8 | 64.7 |

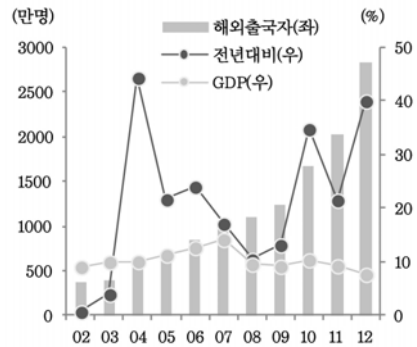
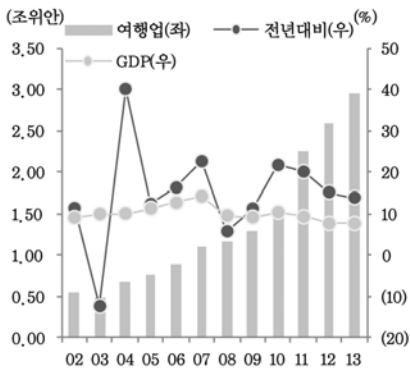
자료: 하나대투증권

#### 4. 여행 산업 현황

중국 여행 산업은 최근 5년 평균 16% 성장률을 기록하고 있다. 2003년 사스 사태와 2008년 금융위기를 제외하면 두 자리 성장률을 기록하였다. 중국 여행 산업을 크게 3가지 분야로 보면, 1) 중국 국내 여행, 2) 인바운드, 3) 아웃바운드로 나눌 수 있다.

먼저 중국 국내 여행자는 32.62억명, 2012년 대비 10.3% 증가하였다. 중국 국내 여행 수입은 2.63조 위안으로 2012년 대비 15.7% 증가하였다. 여행업 성장률이 둔화된 원인으로는 삼공경비 절약을 위한 정부 정책이 컸던 것으로 판단된다. 다음으로 인바운드 관련 내용이다. 입국 여행자는 1.29억명, 2012년 대비 -2.5% 기록하였다. 감소하게 된 원인으로는 환율, 자연재해, 전염병(조류독감) 등과 같은 악재로 인한 것으로 판단된다. 마지막으로 아웃바운드이다. 출국 여행자는 0.98억명, 2012년 대비 18% 증가하였다.

〈그림 4〉 중국 여행업 성장 및 GDP 성장 비교    〈그림 5〉 해외 출국 여행자 수 및 GDP 성장 비교

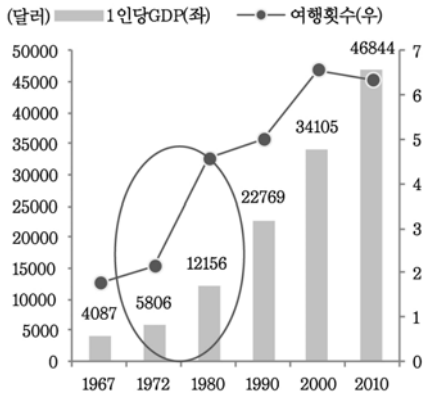


자료 : 중국관광통계연감, Wind, 하나대투증권

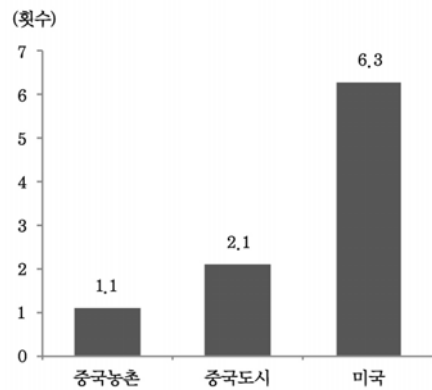
자료 : Wind, 하나대투증권  
단, 해외출국자는 여행사 통한 여행자만 집계

1972년에서 1980년, 미국 1인당 GDP는 5,800달러에서 12,000달러로 증가하였다. 이 시기에 미국 1인당 여행 횟수가 연평균 2.15회에서 4.56회로 증가하였다. 2013년 중국 1인당 GDP는 6,569달러이다. 연평균 여행 횟수는 중국 도시 기준으로 2.1회이다. 과거 40년 전 미국 수준과 비슷하다. 중국 여유국(중국 여행연구원)은 2020년 중국 국내 여행 시장 규모는 60-70억명, 연평균 성장률 19%, 수입은 10조위안에 달할 것으로 전망하였다. 인바운드 시장 규모는 2억명, 연평균 성장률 3%, 수입은 800억달러에 달할 것으로 전망했다. 아웃바운드 시장은 2.5억명, 연평균 성장률 7.5%, 소비 비용은 1500억달러에 달할 것으로 전망했다.

〈그림 6〉 미국 1인당 GDP 및 여행 횟수 추이



〈그림 7〉 해외 출국 여행자 수 및 GDP 성장 비교



자료 : 중국관광통계연감, Wind, 하나대투증권

자료 : Wind, 하나대투증권

〈표 2〉 2020년 중국 여행 산업 전망

| 시장 구분 | 시장 규모(억명) | 연평균 성장률(%) | 시장 수입           |
|-------|-----------|------------|-----------------|
| 중국 국내 | 60-70     | 19         | 10조 위안          |
| 인바운드  | 2         | 3          | 800억 달러         |
| 아웃바운드 | 2.5       | 7.5        | 1,500억 달러(소비규모) |

자료: , 중국여유국, 하나대투증권

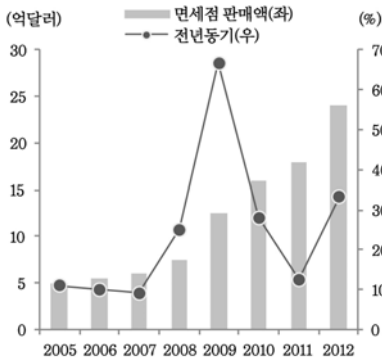
## 5. 면세점 산업 현황

일반적으로 중국 면세시장 규모는 외국 여행객이 한국보다 11.9배가 많음에도 한국의 45% 수준이다. 2012년 중국 면세시장 매출은 24억 달러에 불과하나 향후 정책적 지원에 힘입어 연평균 20~30%의 빠른 성장을 기록할 것으로 전망된다.

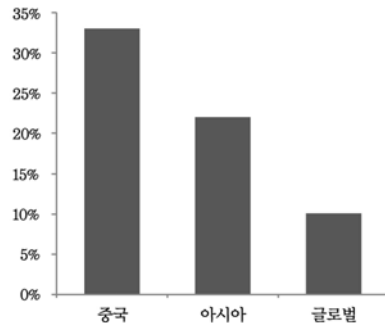
현재 중국에는 5개의 면세점 사업자가 있다. 그 중 중국국제여행사의 자회사인 중국면세품주식유한공사(中國免稅品股分有限公司, 이하 중면)만 유일하게 국무원 승인을 받은 전국 범위 사업자로 중국 내 면세점 1위회사이다. 외자기업인 SUNRISE는 상해와 북경에서 사업을 영위하고 있다. 그외, 지역별로는 선전시국유면세상품그룹(深圳市國有免稅商品集團), 주하이면세기업그룹(珠海免稅企業集團), 하이난성면세품유한공사(海南省免稅品有限公司)가 있다.

2011년 기준 중국 베이징 수도공항 면세점과 상하이 푸둥국제공항 면세점 매출은 각각 전 세계 35위, 39위를 차지하였다. 이는 공항 규모 및 출입국 인원과 비교했을 때 현저히 낮은 순위이다. 중국정부는 해외면세점 소비가 증가하고 하이난다오(海南島) 내국인 면세점 매출이 커지면서 상하이, 베이징, 청두 등 1선 도시에서도 새로운 면세점 설립을 계획하고 있다. 중국은 면세산업이 가장 빠른 속도로 성장하는 국가가 될 전망이나, 세부 정책 조정 및 국내외 소비자 수요에 맞춘 시장 재편 여부가 면세점 산업 발전의 관건이 될 전망이다.

〈그림 8〉 중국 면세점 판매액 및 증가율



〈그림 9〉 주요 지역 면세점 성장률



자료 : Generation Resaerch, Wind, 하나대투증권      자료 : Wind, 하나대투증권



〈표 3〉 중국 면세점 관련 회사 세부 내용

| 운영권한  | 회사명                          | 기업 분류 | 운영지역                    |
|-------|------------------------------|-------|-------------------------|
| 전국 운영 | 중국면세품주식유한공사<br>(中國免稅品股分有限公司) | 국유기업  | 공항, 부두, 변경 등 160여 개     |
| 시범 운영 | SUNRISE 日上免稅行(上海)            | 외자기업  | 푸둥국제공항, 홍차오공항,<br>베이징공항 |
| 지역 운영 | 선전시국유면세상품그룹<br>(深圳市國有免稅商品集團) | 국유기업  | 선전 각 항구                 |
| 지역 운영 | 주하이면세기업그룹<br>(珠海免稅企業集團)      | 국유기업  | 주하이 각 항구                |
| 지역 운영 | 하이난성면세품유한공사<br>(海南省免稅品有限公司)  | 국유기업  | 하이난성 내                  |

자료: 하나대투증권

## 6. 한국 회사 비교

우리나라 대표적인 여행회사 및 면세 관련 회사로는 하나투어 및 호텔신라이다. 하나투어매출액 구성은 여행서비스 94.5%, 호텔 2%, 기타 3.5%로 구성되어 있다. 호텔신라는 1973년에 설립되었으며 면세점, 호텔 및 생활레저 사업으로 3개 사업 부문을 영위하고 있다. 매출액 구성은 면세점 92.8%, 호텔 4.9%, 생활레저 2.4% 등으로 이루어져 있다.

| (2013년말) | 하나투어  | 호텔신라  | 중국국여   |
|----------|---|---|--|
|          |  |  |  |
| 시가총액     | 8,224억원   | 5조 237억원  | 5조 9,312억원   |
| 매출액      | 3,527억원   | 2조 2,970억원  | 3조 716억원   |
| 순이익      | 361억원   | 1,010억원   | 2,305억원  |
| PER(배)   | 24  | 470   | 25   |
| PBR(배)   | 4   | 7   | 4  |
| ROE(%)   | 20  | 2   | 18   |

## 7. 최근 이슈 및 2014년 전망

중국 국무원은 <관광업 발전계획에 관한 의견>을 발표하여 2020년까지 중국 국내 관광업 소비규모가 GDP의 5% 수준인 5.5조위안을 차지하도록 하는 목표를 세웠다. <의견> 중에 관광업 기금 설립, 관광업체 상장 지원, 관광업체 회사채 등을 비롯한 자금조달 지원 정책 등 20개 구체적인 조치를 제시하였으며 관광 프로젝트의 자산담보부증권화도 적극적으로 추진할 계획이라고 밝혔다. “국내여행 + 면세” 관광상품 등을 통해 해남도 산야 지역의 국제쇼핑센터와 면세 상업을 핵심으로 도시 종합체 프로젝트를 진행할 예정이다.

## 8. 재무제표

| (단위:백만원,%,배) | 2011      | 2012      | 2013      | 2014E     | 2015E     |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 매출액          | 2,158,390 | 2,846,219 | 3,071,687 | 3,305,849 | 3,837,801 |
| 영업이익         | 163,461   | 233,999   | 300,318   | 371,849   | 454,558   |
| 당기순이익        | 117,427   | 179,520   | 230,536   | 254,487   | 309,456   |
| 매출액 증가율      | 32        | 27        | 8         | 6         | 16        |
| 순이익 증가율      | 67        | 47        | 29        | 10        | 22        |
| EPS 증가율      | 66        | 47        | 23        | 9         | 22        |
| 부채비율         | 5         | 1         | 1         | -         | -         |
| ROA          | 10        | 12        | 12        | 11        | 12        |
| ROE          | 16        | 20        | 18        | 15        | 16        |
| P/E          | 34        | 24        | 25        | 27        | 19        |
| P/B          | 5         | 4         | 4         | 4         | 3         |

자료: 하나대투증권

자료 : Wind, Bloomberg, 하나대투증권

## Ⅵ. 중신증권 (中信证券股份有限公司)

### 중국 자본시장 개방의 최대수혜주

#### Summary

#### 2015년 중국 증권업, 고진감래!

최근 중국증시 상승과 더불어 중국 증권업이 재조명 받고 있음. 인민은행의 깜짝 금리인하로 위험자산에 대한 선호도가 높아질 것으로 기대되는 가운데 중국 정부도 자본시장 육성에 적극 나서고 있음. 2015년에는 후강통에 이은 심강통(선전-홍콩 연결) 오픈, 주식 데이트레이딩 도입, IPO등록제 전환 등 제도적 변화가 예상되며 증권사 수익에 도움이 될 것

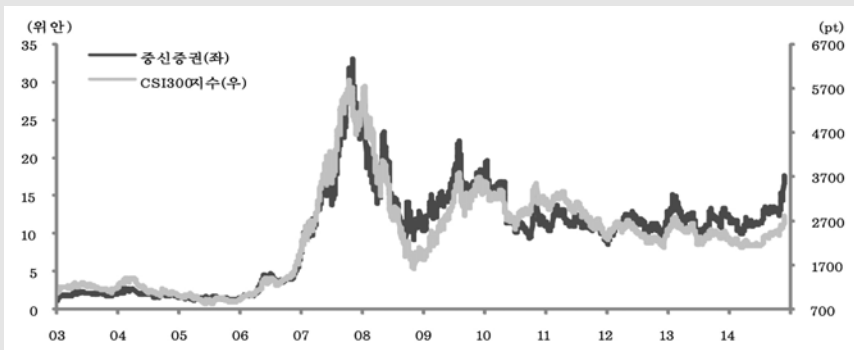
#### 균형적 수익구조, 중국 자본시장 개혁의 수혜주

중신증권은 업계 1위 증권사로 균형적인 수익구조를 갖춘. 14년 1~3Q 중신증권 매출액은 173.79억 위안(YoY +68%), 순이익은 63.65억 위안(YoY +72%)이며 동업종 대비 자산관리와 자기매매 비중이 높음. 2012년 CLSA를 인수했고 우수한 리서치 콘텐츠를 기반으로 100여 개의 QFII/RQFII 고객을 확보함. 중국 내에서도 주요기관, 고액자산가 등 우량고객을 다수 확보, 향후 자본금 및 그룹 네트워크 등 가용자원을 충분히 활용 시 중국 자본시장 개혁의 최대 수혜주가 될 것으로 기대됨

#### 중장기적 성장매력 지속과 벨류에이션 메리트까지 겸비

중국의 증권업이 성장기이고 증시 환경이나 정책적인 측면에서 우호적인 여건이 마련되고 있기 때문에 증권업 대표주로서 중신증권을 장기적인 안목으로 접근할 필요가 있음. 11월 주가 급등에 따른 단기적인 부담은 있지만 2014년과 2015년 PE가 24배와 21배로 업계 평균(14년 33배, 15년 28배) 대비 낮으므로 상대적으로 저평가되어 있다고 판단됨

#### 〈중신증권 주가추이〉



## 1. 중국 증권업 현황

증권업황의 바로미터는 주가지수이다. 2007년 상하이종합주가지수가 6,000pt를 돌파하며 한국에까지 차이나펀드 붐이 성행하던 때가 중국 증권업의 최고 호황기였다. 그러나 2008년 글로벌 금융위기로 주가지수가 3분의 1토막 나며 중국 증권업도 상당기간 침체기를 겪었다. 5년 이상의 조정 끝에 정책호재가 가시화되며 중국 증권업이 재조명을 받고 있다. 향후 중국 주식시장을 긍정적으로 전망한다면 고베타주인 증권업종에 주목할 필요가 있다.

14년 11월 중국 증시의 급등은 중국인민은행의 깜짝 금리인하를 트리거로 후강통 개시, 낮은 Valuation메리트 등이 복합적으로 작용한 결과이다. 단기적으로 증시 급등에 대한 부담은 있지만 중장기적으로 주식시장 전망은 나쁘지 않다. 2015년에는 투자자들의 자산배분 변화에 따른 증시 Re-rating이 기대된다. 중국 경기가 당분간 뚜렷이 회복되기 어려운 상황에서 금리 인하가 지속될 것이며 부동산에 대한 기대수익도 점차 낮아지고 있다. 따라서 실물이나 주택에 대한 투자보다 위험자산으로서의 주식에 대한 선호가 강화될 전망이다.

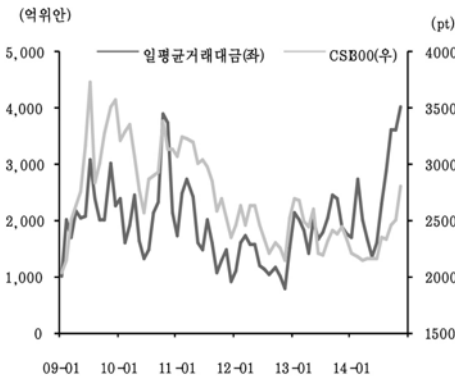
중국 정부도 자본시장 육성에 적극적이다. 2012년 중국인민은행이 3단계 자본계정 개방계획을 발표한 이래 위안화 국제화를 중심으로 하향식 자본시장 개방과 금융 자유화가 빠르게 추진되고 있다. 2015년에는 후강통에 이어 선전시장에 투자할 수 있는 심강통(深港通)이 오픈될 예정이다. 데이트레이딩 도입, IPO 등록제 등도 거론되고 있다. 간접금융에서 직접금융으로 변화하는 과정에 가장 수혜를 보는 기관은 증권사이다.

실제로 증권사 업황에 이미 가시적인 변화가 나타나고 있다. 11월 마지막 거래일 중국 증시 거래대금이 7천억 위안(126조원)에 육박하며 사상 최고치를 경신했다. 8~10%의 고금리를 지급하는 주식 신용거래도 동반 급증하며 증권사의 새로운 수익원으로 자리잡고 있다. IPO가 재개되고 채권발행이 증가하면서 IB 업무도 개선되고 있다. QFII/RQFII가 확대되며 대형 증권사들은 중국시장에 대한 정보를 기반으로 해외에 자문서비스를 제공하고 막대한 자금을 동원하여 글로벌 네트워크를 넓혀가는 중이다.

그렇지만 살펴야 할 리스크도 있다. 중국 내에서만 100여 개의 증권사가 유

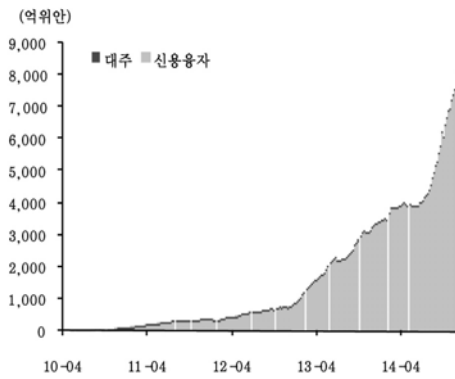
사한 업무구조로 ‘천수답’ 경영을 하다보니 경쟁이 치열하다. 중국의 위탁운용 수수료는 추세적으로 하락하여 현재 약 7bp 수준이다. 향후 모바일채널이 확산되고 1인 다계좌 개설이 증가할 경우 위탁수수료 기반이 더 악화될 수 있다. 금융위기 이후 경쟁적으로 우수인력을 유치하면서 인건비 부담도 높아지고 있다. 게다가 중국 감독당국이 증권사 자본확충을 요구하고 있어 향후 IPO 또는 유상증자가 확대될 가능성이 크다. 결국 독자적인 비즈니스 모델을 통해 차별화하는 기업만이 경쟁에서 살아남을 것으로 보인다.

〈그림 1〉 중국 증시 상승과 더불어 일평균거래대금 급증



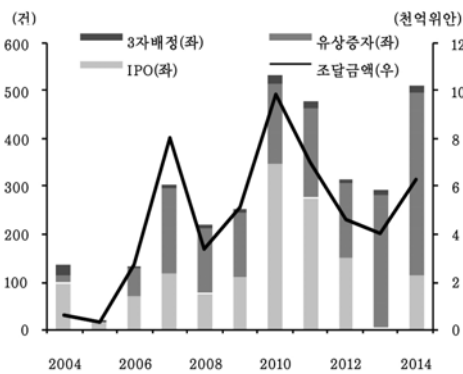
자료: CICC

〈그림 2〉 신용매수 거래 급증, 증권사의 새로운 수익원



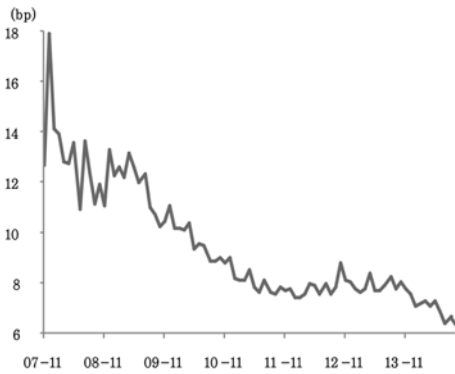
자료: CITIC증권

〈그림 3〉 주식시장 자금조달기능 회복으로 증권사 IB부문 실적 개선



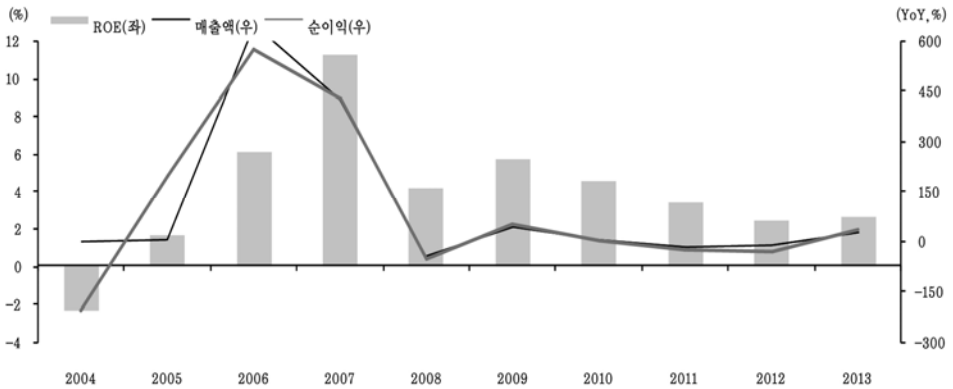
자료: WIND, 2014년 11월 기준

〈그림 4〉 치열한 경쟁 속에 중국 위탁운용수수료 추세적 하락



자료: CICC

〈그림 5〉 중국 상장 증권사 매출액, 순이익 성장률과 ROE 추이



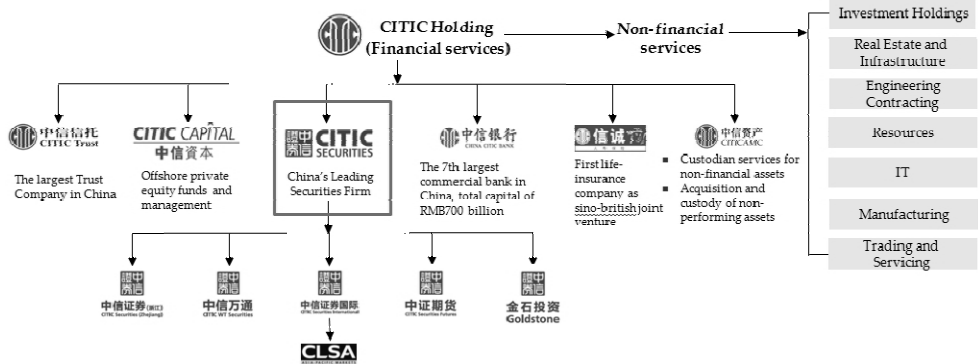
자료: WIND

## 2. 중신증권 소개

중신증권은 규모 면에서나 질적인 측면에서 중국 본토에 상장된 19개 증권사 중 가장 독보적이다. 최대주주인 중신그룹(CITIC Group)은 1979년 설립된 대형 국유기업 그룹으로 금융, 부동산, 자원개발, 제조 등 다양한 자회사를 거느리고 있다. 1995년 설립된 중신증권은 그룹 금융부문의 주축이 되어 중신은행, 중신신탁 등과 연계한 다양한 종합금융서비스를 제공하고 있다. 2003년 상하이 주식시장에, 2011년 홍콩 주식시장에 상장하였다.

중신증권은 브로커리지, 채권발행, 신용거래 부문에서 중국 시장점유율 1위이다. 특히 가장 많은 중영문 리서치보고서를 발간하는 증권사로 유명하며 2012년 CLSA를 합병하면서 해외진출에도 적극적이다. 우수한 리서치 콘텐츠를 기반으로 중국내 주요기관, 고액자산가, 100여 개의 QFII/RQFII 등 우량한 고객을 다수 확보했으며 자기매매와 자산관리에 강점이 있다. 대형국유기업이지만 상당히 역동적이며 양적 성장보다 수익성을 중시하는 경영을 하고 있다. 중국 최대 증권사로 자본금과 그룹 네트워크 등 가용자원을 충분히 활용한다면 자본 시장 개혁의 최대 수혜주가 될 것으로 기대된다.

〈그림 6〉 중국 중신증권 금융부문 자회사 현황



자료: 중신증권

〈표 1〉 중신증권 업무별 순위

| 순위 | 주식거래대금(억위안) |        | 주식채권인수(억위안) |       | IPO조달자금(억위안) |      |
|----|-------------|--------|-------------|-------|--------------|------|
|    | 기관명         | 거래대금   | 기관명         | 모집자금  | 기관명          | 조달자금 |
| 1  | 중신증권        | 51,359 | 중신증권        | 2,679 | 광발증권         | 64   |
| 2  | 화타이증권       | 50,370 | 하이통증권       | 894   | 중신증권         | 63   |
| 3  | 광발증권        | 41,180 | 광발증권        | 848   | 초상증권         | 60   |
| 4  | 하이통증권       | 40,050 | 서남증권        | 618   | 화타이증권        | 31   |
| 5  | 초상증권        | 35,322 | 초상증권        | 567   | 하이통증권        | 19   |

자료: CICC, 주식거래대금은 3Q14기준, 채권인수 및 IPO 조달자금은 11월 24일 기준

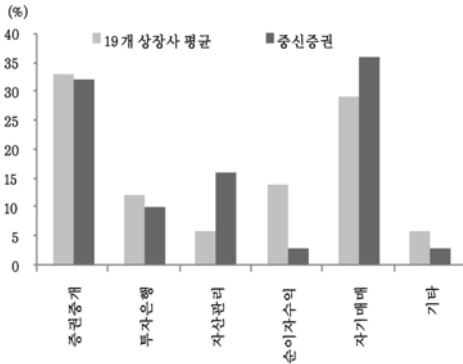
### 3. 사업내용 및 경영분석

새로운 수익원인 신용거래 M/S도 중국 내 1위인 1등 증권사. 중신증권의 수익구조는 증권중개(32%), 투자은행(10%), 자기매매(36%), 자산관리(16%), 기타(6%)로 균형적이다. 중국 본토 19개 상장사 평균 대비 자산관리와 자기매매 비중이 높다.

2014년 1~3분기 중신증권 매출액은 173.79억 위안(YoY +68%), 순이익은 63.65억 위안(YoY +72%)이고 1회성 이익을 제외한 순이익 증가율은 37%이다. 부문별 매출액 기준으로 증권중개가 50%, 투자은행이 73%, 자기매매가 63%, 자산관리가 597% 증가했다.

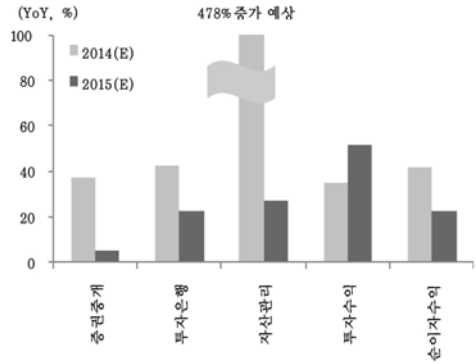
특히 중신증권은 자체 자금을 충분히 활용하여 신용거래에서 두각을 나타내고 있다. 9월말 회사의 신용거래 잔액은 518억 위안으로 전년 대비 55% 증가했으며 시장점유율 8.5%로 업계 1위이다. 중국의 금융개방이 가속화될수록 해외영업에 우위가 있는 중신증권은 투자자문, 해외투자 등 다양한 분야에서 더 많은 수혜를 받을 것으로 예상된다.

〈그림 7〉 중신증권 수익구조



자료: UBS

〈그림 8〉 중신증권 주요 사업 부문별 수익 증가율 추정



자료: CICC


#### 4. 한국 회사 비교

중신증권은 자기자본 규모가 크고 브로커리지 점유율이 높다는 측면에서 대우증권과 유사하지만 자산관리에 강점이 있고 업계 최초를 지향하는 기업문화를 감안하면 삼성증권과 비교하는 것이 더 적절해 보인다.

중국 증권업의 역동적인 성장과는 달리 한국 증권업은 실물경기 부진과 거래량 위축으로 여전히 어려운 상황이다. 규모 면에서 중신증권의 시가총액은 삼성증권의 6배, 순익과 수익성 측면에서는 중신증권이 삼성증권보다 우수하다.

중국의 증권업이 성장기에 있고 증시 환경이나 정책적인 측면에서 우호적인 여건이 마련되고 있기 때문에 증권업 대표주로서 중신증권을 장기적인 안목으로 접근할 필요가 있다. 최근 주가 급등에 따른 단기 부담은 있지만 2014년과 2015년 예상PE가 24배와 21배로 중국 동업계 평균(14년 33배, 15년 28배) 대비 낮으므로 상대적으로 저평가되어 있다.



| (2013년말) | 중신증권  | 삼성증권   |
|----------|---|--|
|          |  |  |
| 시가총액     | 24조 4,348억원   | 4조 328억원   |
| 매출액      | 2조 9,850억원  | 2조 2,291억원   |
| 순이익      | 9,338억원   | 110억원  |
| PER(배)   | 27  | 297  |
| PBR(배)   | 1.6   | 1  |
| ROE(%)   | 6   | 0.3  |

### 5. 중신증권 재무제표

| FYM(억위안,%,배) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E |
|--------------|------|------|-------|-------|
| 매출액          | 117  | 161  | 226   | 286   |
| 영업이익         | 54   | 69   | 91    | 137   |
| 당기순이익        | 43   | 53   | 88    | 107   |
| 매출액 증가율      | -53  | 38   | 40    | 26    |
| EPS 증가율      | -69  | 26   | 53    | 22    |
| BPS 증가율      | -0.1 | 1.4  | 7.7   | 7.5   |
| 부채비율         | 94   | 198  | 245   | 247   |
| ROE          | 4.9  | 6.0  | 9     | 10.5  |
| P/E          | 33.7 | 27.3 | 44    | 28.3  |
| P/B          | 1.7  | 1.6  | 4     | 1.4   |
| 배당수익률        | 2.3  | 1.2  | 1.3   | 2.1   |

## VII. 아오루에이진 (奥瑞金)

### 식품산업 성장 수혜가 예상되는 최정상 식품용 캔포장업체

#### Summary

#### 식품산업성장에 따른 포장산업 동반성장의 최대 수혜주

중국 금속포장산업은 14년말 1,300억 위안까지 성장해 연평균 21% 성장세 지속. 소득수준의 향상에 따라 식품의 안정성에 대한 수요증가로 식품용 캔 포장도 향후 연간 8% 이상 꾸준한 성장 예상. 아오루에이진은 고분자막피복 철강(PCS) 등 최정상기술의 캔포장업체로 Red Bull, 지아뚜어빠오 (加多宝) 등 핵심고객과 동반 성장으로 연평균 25%이상 성장 중

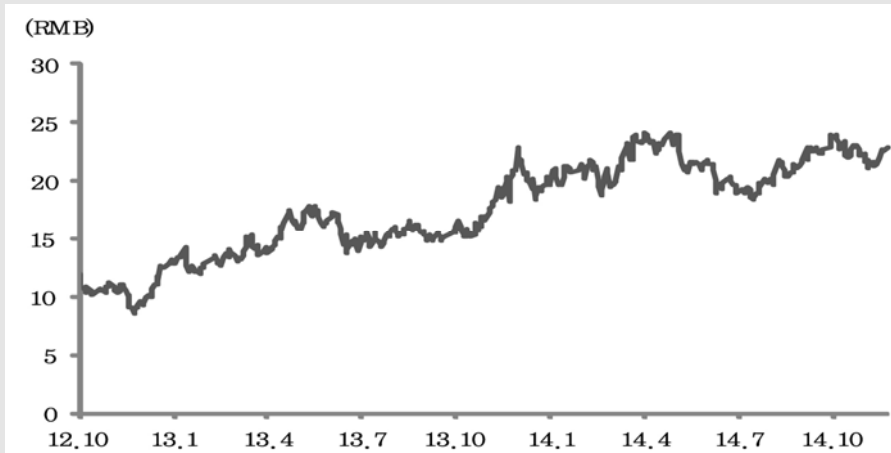
#### 증장기적 외형과 수익성 성장 지속

1) RED Bull 캔제품에 QR코드 삽입으로 단순 캔 포장업체에서 패키징솔루션 업체로 포지셔닝 변화, 2) 기존 음료업 외 맥주업체로 시장 확대와 고객 다원화로 성장 가속화 (추가 100억위안의 신시장 예상), 3)안정적인 재무구조로 M&A와 수직계열화 추구로 외형확대와 원가경쟁력 강화 예상

#### 동종 포장업체대비 벨류에이션 매력 부각

2014년과 2015년의 EPS 성장은 31%와 28%로 추정(향후 3년 예상성장률 30%) 2015년 예상 PER은 12.8배로 동종 포장업체대비 저평가

#### 〈아오루에이진 주가추이〉

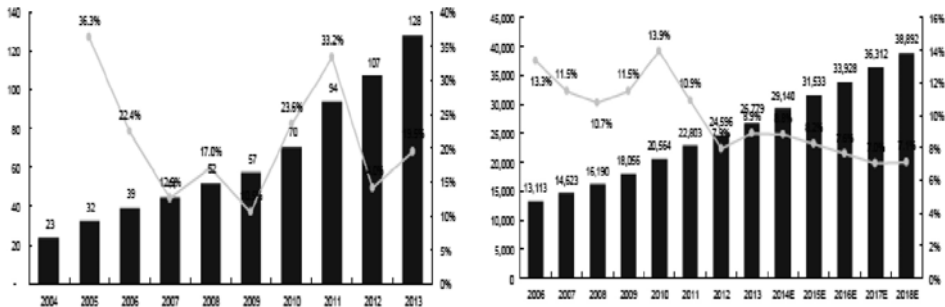


## 1. 산업배경

소득수준 향상에 따라 음식료의 고성장이 예상되는 가운데 식품포장사업은 필수적으로 동반성장하는 업종으로 식품의 안정성과 관련 고도의 기술을 필요로 하는 산업이다. 중국 금속포장산업은 2014년말 1,300억위안까지 성장해서 연평균 21%의 성장세를 지속하고 있다. 연간 343억개의 two piece 캔과 three piece 캔이 생산되고 있는 것으로 추정된다. 특히 음식료 산업에 최종 캔 수요처가 많이 집중되어 있어서 전반적으로 식품용 캔 포장업은 향후 5년간 8%이상의 성장을 꾸준히 지속할 전망이다.

TOP 5의 시장점유율은 20%이하로 아직은 집중도가 낮지만, 탄탄한 자금력에 대량 생산능력을 보유하면서 핵심고객을 확보한 산업리더로의 집중도가 상승할 것으로 전망한다.

(그림 1) 중국 금속포장 산업은 고속 성장 중 (그림 2) 음식료 캔제조 산업도 연간 8% 이상 꾸준한 성장



자료: CICC 리서치

## 2. 기업소개

아오루에이진은 내용물 보존성, 안정성, 경량성 등에서 강점을 가지고 있는 식품용 캔 제조의 선두주자이다. 음료캔, 음식캔, 맥주캔, 분유캔등을 제조 중이다.

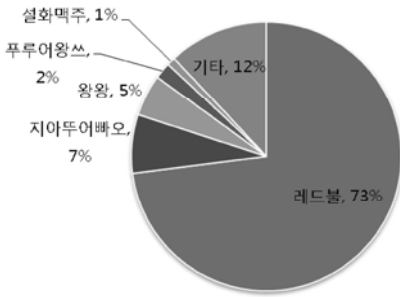
핵심고객과의 동반성장이 매우 인상적인데 18년 이상 전략적 관계를 유지해 온 레드불은 최근 추가로 10년간 파트너십의 계약을 갱신한 상태다. 매해 25% 이상 성장하는 레드불 향 매출비중은 70% 가량이고 매출이익률은 30%이상이

다. 동 이익률은 산업평균대비 2배이상인데, 이는 레드불의 독점적인 스포츠음료시장에서의 지배력과 아오루에이진의 품질과 신속한 납기덕분이다.

핵심고객의 다변화도 진행 중이다. 동사의 매출비중 7%를 차지하고 있는 지아뚜어빠오(加多宝) 음료캔의 시장점유율은 10%이하에서 최근 20%까지 상승했다. 이외에 왕왕, 신중기, 설화맥주, 청도맥주 등으로 고객을 다변화한 상태다.

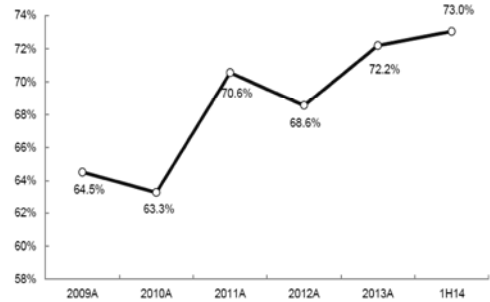
북경, 산둥, 하북, 사천, 절강, 광둥, 복건, 윈난, 해남, 신장 등 전국 10곳 이상에서 생산을 하고 있고 음식의 안전한 보안을 위한 전문적인 코팅 기술 등 국제 특허를 16개 보유하고 있다. 최근엔 고분자막피복철강 (PCS) 기술로 차별화를 통해 신고객을 확대 중이다.

〈그림 3〉 TOP5 고객 비중



자료: 사업보고서

〈그림 4〉 레드불향 매출비중 추이



자료: 사업보고서

### 3. 증장기적 외형과 수익성 성장 지속

동사의 미래 성장여력은 매우 클 것으로 예측된다.

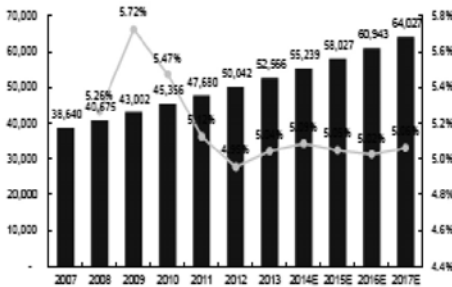
- Red BULL 캔제품에 QR코드 인식으로 단순 캔 포장업체에서 패키징솔루션 업체로 포지셔닝 변화를 추진하고 있다. QR 코드를 통해서 이미 Red Bull 제품 캔포장시장에서 90%이상을 독점하고 있는 동사의 지배력이 전략적인 IT 마케팅으로 더욱 강화될 전망이다.

- 맥주 포장이 기존 병에서 캔으로의 전환이 예상되는 가운데 100억위안규모의 신시장이 예상되고 동사의 적극적인 맥주제조사 고객층 확보로 2015년 산둥에서만

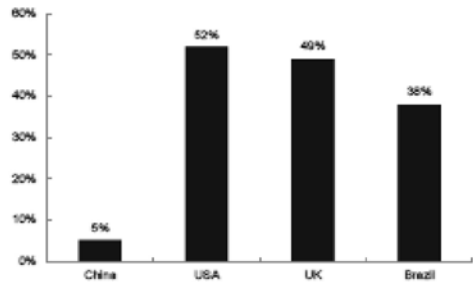
청도맥주에 9억개의 캔 공급이 예상된다. 이미 연경맥주와 설화맥주를 고객으로 확보한바 있는 동사는 향후 점점 RED BULL에 대한 의존도가 낮아질 전망이다.

- 안정적인 재무구조와 꾸준한 현금흐름을 감안 시 M&A와 수직계열화로 종합포장업체로의 외형성장과 원가경쟁력 개선을 추진하고 있다.

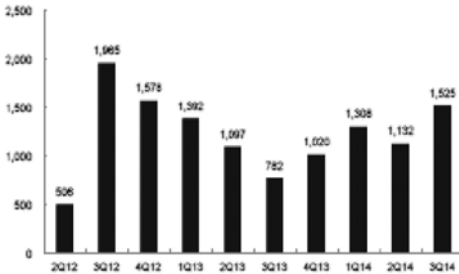
<그림 5> 중국 맥주 판매량과 캔포장 비율



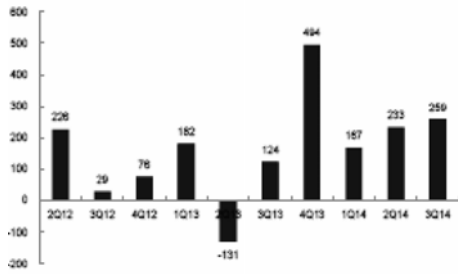
<그림 6> 서구대비 중국의 맥주 캔포장율 비교



<그림 7> 회사 현금성 자산 추이 (백만위안)



<그림 8> 영업 현금 흐름 (백만위안)



자료: 사업보고서

자료: 사업보고서

<M&A 딜 현황>

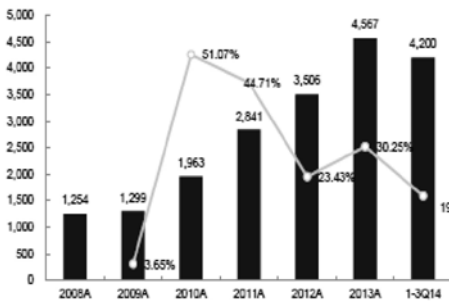
| 매수회사     | 목표회사    | 자본금 (만원) | 사업영역     | 매수 지분율 | 매수가격 (만원) |
|----------|---------|----------|----------|--------|-----------|
| 북경아오루에이진 | 해남원양식품  | 800      | 식품, 음료가공 | 92.5   | 1,345     |
| 북경아오루에이진 | 랴오닝원양식품 | 2,600    | 음식가공     | 100    | 2,546     |
| 북경아오루에이진 | 후뻬이원양식품 | 3,000    | 생산가공업    | 75     | 2,170     |
| 북경아오루에이진 | 쿤밍식품    | 1,000    | 음료가공 등   | 100    | 1,395     |

#### 4. 2014년 경영분석

2014년 3분기 누적매출액은 42억위안으로 전년 대비 19% 성장했고, 순이익은 6억7천만위안으로 전년 대비 33.7% 증가했다. 초고속성장을 보이는 Two piece 캔의 매출액은 70% 증가했고, three piece 캔의 매출도 18% 증가했다. 전반적으로 2014년의 매출과 순이익은 전년 대비 30%이상 성장할 것으로 추정한다.

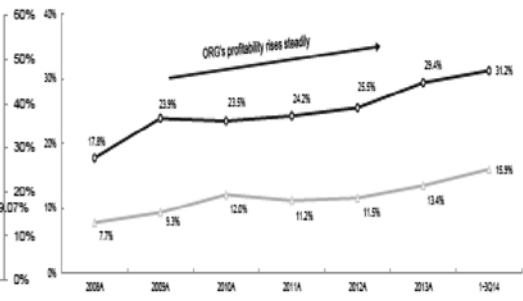
동사의 매출이익률도 31.2%로 꾸준히 상승해서 이익의 질적 측면에서도 업계 최고수준을 보이고 있다.

〈그림 9〉 매출의 양적 성장은 지속됨



자료: 사업보고서

〈그림 10〉 매출이익률과 순이익률도 꾸준한 성장세



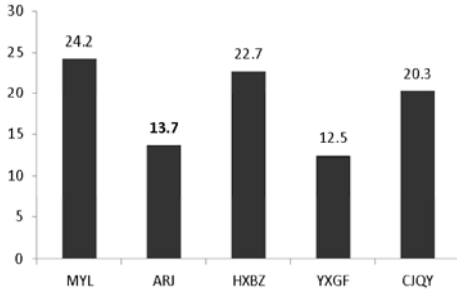
자료: 사업보고서

#### 5. 동종포장업체 대비 밸류에이션 매력 부각

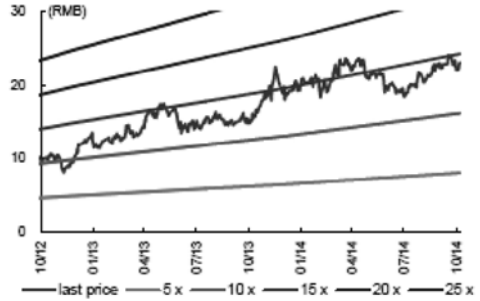
2014년과 2015년의 EPS 성장은 31%와 28%로 추정(향후 3년 예상성장률 30%)된다. 2015년 예상 PER은 12.8배로 동종 대표포장업체대비 30% 저평가되어 있다.

위험은 핵심고객의 식품안정성 확보 실패로 매출이 급감되거나, 핵심고객으로의 집중도가 과도하게 높아지는 것을 들 수 있다.

〈그림 11〉 업종 평균에도 미치지 못하는 PER 벨류에이션 매력 (배)    〈그림 12〉 아오루에이진 주가 추이 및 PER 밴드



자료: CICC 리서치, WIND



자료: CICC 리서치, WIND

## 6. 재무제표

| (백만원, %, 배) | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 3,506 | 4,567 | 5,985 | 7,708 |
| 당기순이익       | 405   | 614   | 804   | 1,030 |
| 매출액 증가율(%)  | 23.4  | 30.2  | 31.0  | 28.8  |
| 순이익 증가율(%)  | 27.7  | 51.5  | 31.1  | 28.1  |
| ROE(%)      | 20.4  | 19.5  | 22.5  | 24.7  |
| P/E(배)      | 34.9  | 23.1  | 17.6  | 13.7  |
| P/B(배)      | 4.8   | 4.3   | 3.7   | 3.1   |
| 배당수익률(%)    | 4.2   | 4.3   | 2.2   | 3.3   |

자료: 사업보고서, CICC 리서치 추정

## VIII. New Oriental (新东方教育科技集团)

### 중국 교육산업의 대표 기업

#### Summary

#### 맹모(孟母)의 교육열은 여전히 뜨겁다

New Oriental은 중국 최대 민간 교육기관으로 영어교육의 집중도가 약 90%에 달하는 교육기업. 중국의 사교육 시장은 2009년 194억 달러에서 2014년 325억 달러로 1.7배 성장. 그 중 영어교육은 약 3배 성장한 136억 달러(한화 약 14조 원) 수준. 이처럼 중국의 교육산업 특히, 영어교육은 '뉴프런티어' 산업으로 떠오르며 급성장하고 있음

#### 온라인 교육시장으로의 적극적인 진출을 통한 마진율 개선 기대

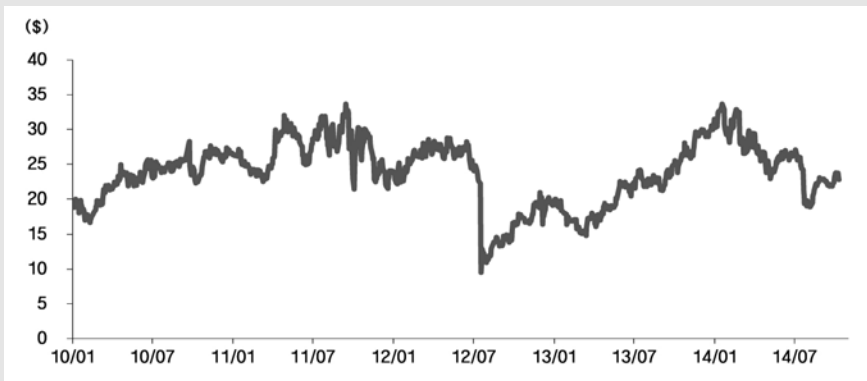
2013년 매출액은 9.6억 달러로 전년동기대비 27.4% 증가. 과거 5년 평균 매출액 증가속도는 39.2% 수준에 달함. 일시적인 요인으로 2013년도의 실적이 다소 부진. 그러나 2014년 Tencent와의 제휴를 통한 온라인 교육 시장 진출로 매출확대와 고정비 절감에 따른 마진율 개선 효과가 나타날 것으로 기대

#### 중국 교육산업에 투자하는 시각으로 접근할 것을 추천

New Oriental의 2015년 매출액은 12억 달러로 예상. 올해 3월부터 Tencent와의 업무제휴를 통한 온라인 교육시장 진출을 본격화. 이에 따라 새로운 성장동력인 온라인 교육이 점차 그 지위를 공고히 하게 될 것으로 기대되며 향후 3년간 20%의 매출액 증가를 기대

결론적으로 단기적인 시점에서의 매수보다는 중장기적으로 성장이 예상되는 중국 교육산업에 투자하는 시각에서 접근하는 것을 추천

〈New Oriental 주가추이〉





## 1. 중국의 교육산업: 맹모(孟母)의 교육열은 여전히 뜨겁다

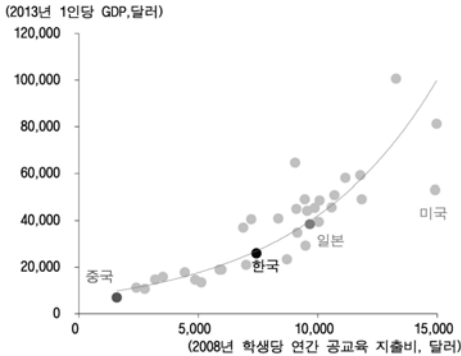
1976년부터 시행된 ‘1가구 1자녀 정책’을 40년 이상 유지해온 중국에서 학부모의 자녀 교육열은 한국만큼이나 뜨겁다. 실제로 중국의 대학입학시험인 가오카오(高考)가 치러지는 날에는 (한국의 수학능력시험과 마찬가지로) 시험장 인근의 비행기 이착륙이 늦춰지고 대형 화물 트럭이 인근 도로를 지나지 못하도록 통제한다. 점차 뜨거워지는 교육열을 반영하듯 중국에서 온라인 교육을 포함한 사교육은 ‘뉴프런티어’ 산업으로 떠오르며 급성장하고 있다.

일반적으로 지속적인 경제성장은 교육비 지출 증가로 이어진다. 2008년 기준, 중국의 학생 1명당 연간 공교육 지출규모는 1,593달러 수준에 불과하다. 동기간 한국은 7,434.5달러, 일본은 9,673달러 수준이다. 물론 중국의 경우, 교육과정 중의 교육기관이 대부분 국립으로 이루어져 있어 다른 나라에 비해 공교육 지출비용이 낮은 수준이다. 이를 고려하더라도 OECD에서 발표한 학생 1명당 연간 공교육 지출규모와 1인당 GDP를 비교해보면, 중국의 교육산업 시장 규모 성장은 아직 시작단계에 불과하다 판단된다.

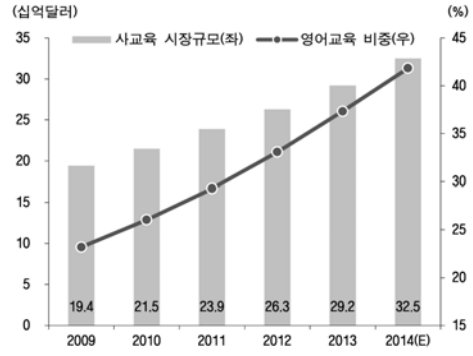
IDC Report에 따르면, 중국의 사교육 시장은 2009년 194억 달러에서 2014년 325억 달러로 1.7배 성장했다. 2009년에서 2014년까지의 연평균성장률(CAGR)은 13% 수준에 달할 것으로 추정된다. 이처럼 빠르게 성장하는 중국 사교육 시장에서 성장세가 단연 돋보이는 분야는 바로 영어교육 시장이다.

중국 교육부에서 발표한 CHINA Education Year Book에 따르면, 2010년 45억 달러 수준이던 중국의 영어교육 시장 규모는 2014년 약 3배가 증가한 136억 달러(한화 약 14조 원)에 달할 것으로 보인다. 또한 2009년에서 2014년까지의 연평균성장률(CAGR)은 25% 수준에 달할 것으로 추정된다. 이는 중국 사교육 시장의 규모확대 속도를 상회하는 것이다. 실제로 사교육 시장 중에서 영어교육의 비중은 2009년 23.2%에서 2013년에는 37.3%로 매년 약 3.5%p씩 증가하고 있다. 특히 2014년에는 영어교육의 비중이 전체 사교육 시장의 41.9% 수준에 달할 것으로 전망된다. 중국 교육산업의 성장이 지속된다면, 영어교육 시장 규모 역시 동반 성장할 것으로 전망된다.

〈그림 1〉 향후 성장에 대한 기대감도 높음 〈그림 2〉 사교육 중 영어교육 시장 규모



자료: OECD, IMF



자료: Educational Testing Service

## 2. 중국 최대 민간 교육기관 New Oriental

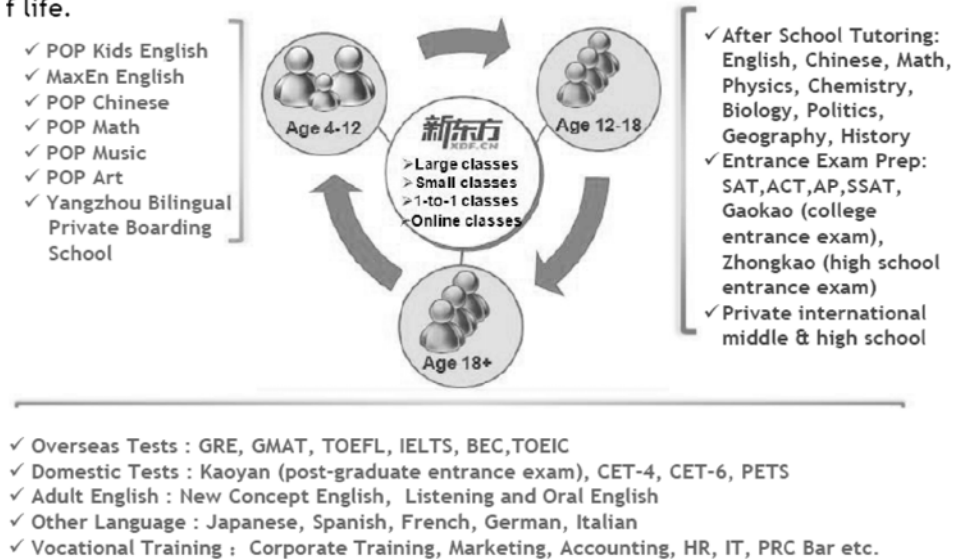
침밀밀·금지옥엽 등의 영화를 제작한 천커신(陳可辛) 감독은 New Oriental의 창업과정을 영화화해서 〈American Dreams in China, 中國合夥人(2013)〉이라는 영화를 탄생시켰다. 영화에서는 위민홍(俞敏洪)과 왕치양(王強), 그리고 쉬샤오핑(徐小平) 세 친구가 New Oriental을 창업하고 나스닥에 상장하는 등의 과정을 그리고 있다. New Oriental은 창업 초기, 유학을 위한 영어시험을 준비하는 학원에서 시작하여 현재는 중국 내 최대 민영 교육기업으로 독일어, 프랑스어, 일어, 한국어 등 제2 외국어 및 내신을 위한 주요 과목 교육과정까지 개설하는 등 그 명성을 떨쳐나고 있다.

New Oriental이 크게 성공할 수 있었던 배경에는 ① 다양한 영어교육 프로그램, ② 우수한 교육 콘텐츠 및 ‘스타강사’의 확보 등이 있다. 실제로 New Oriental은 ‘5살 꼬마에서 50대 아저씨까지 영어를 배울 수 있는 다양한 프로그램을 보유’하고 있다. 교육 프로그램 외에도 동사는 다양한 브랜드 런칭도 진행하고 있다. 2005년에 설립한 ‘Cool Camp’는 13~18세의 중고등학생이 방학기간에 떠나는 영어캠프 사업을, 2007년 ‘POP Kids English’를 설립하여 미취학 아동부터 초등학교 저학년까지의 영어교육을, 2011년 ‘MaxEn English’를 통해서 영국식 교육제도인 GCE 레벨 취득을 위한 청소년의 프리미엄 영어교육을 제공하고 있다.

또한 학원 경영에서 중요한 요소는 강사의 퀄리티 유지에 있다. New Oriental은 높은 퀄리티의 강사진을 유지하기 위해 어학센터에서 학생들 혹은 학부모를 대상으로 매달수업 만족도를 조사한다. 이를 통해 매달 교사 1명씩을 탈락시키는 서바이벌 시스템을 통해 강사의 퀄리티를 유지하고 있다. 이렇게 서바이벌 시스템으로 구성된 강사진은 높은 연봉을 받게 되고, 이는 자연스럽게 명문대 학생들도 New Oriental 강사로서의 입문으로 이어졌다. 그럼으로써 또다시 학생들에게 보다 높은 퀄리티의 강의가 가능해지는 선순환 구조를 이루고 있다.

현재 New Oriental은 영어뿐만 아니라 한국의 보습학원 역할까지 진출한 상황이다. 2013년 기준, 학생 수는 920만 명에 달하며, 현재 50개 도시에 교육센터를 두고 있다. 소속 강사만 1만 6,600여 명 수준으로 업계 1위의 교육업체의 입지를 유지하고 있다.

〈그림 3〉 New Oriental의 다양한 교육 프로그램: 5살 꼬마에서 50대 아저씨까지 영어 학습이 가능 f life.



자료: Educational Testing Services

### 3. 사업내용

New Oriental의 사업영역은 크게 ① 외국어 교육, ② 영어시험 준비, ③ K-12를 위한 영어 교육, ④ 온라인 강의, ⑤ 콘텐츠, ⑥ 고등교육, ⑦ 해외유학 컨설팅 등 7가지로 나뉜다. 구체적으로 7가지 사업영역의 세부적인 매출 비중은 공개되지 않으나, 크게 3가지로 분류되어 ①~②, ③, 그리고 ④~⑦로 나뉘어 그 비중이 공개된다.

#### 1) Language training and Test preparation

외국어 교육과 시험준비의 매출비중이 New Oriental에서 가장 많은 부분을 차지하고 있다. 그러나 최근 온라인 교육 등의 비중이 점진적으로 높아지면서 언어교육과 시험대비 비중은 2005년 91.9%에서 2014년 85.2%로 연평균 0.74%p씩 둔화되고 있다. 그러나 여전히 절대적으로 높은 비중을 차지하고 있는 언어교육과 시험준비 항목이 New Oriental에서 가장 중요한 사업이다.

현재 New Oriental에서 학습이 가능한 외국어는 영어, 독일어, 일본어, 프랑스어, 한국어, 스페인어가 있다. 그 중 비중이 가장 높은 언어는 역시나 영어로 전체의 약 97%를 차지하고 있다. 이는 중국에서 New Oriental이 영어전문학원으로 인식되고 있는 것과 일맥상통하는 바이다. 한편 시험대비 과정은 바로 TOEFL, SAT, ACT, IELTS, GRE, GMAT, LSAT, BEC와 TOEIC 준비과정을 의미한다.

#### 2) Primary and secondary School education

New Oriental은 보다 다양한 교육 프로그램을 제공하기 위해 시작된 다양화 방안의 일환으로 유치원부터 고등학교까지인 'K-12'의 학습을 도와주는 프로그램이다. 예를 들면, 한국의 보습학원 역할을 하는 프로그램이다.

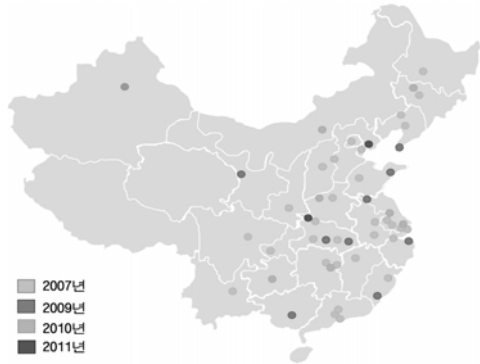
해당 프로그램의 매출 규모는 2005년 190만 달러 수준에서 2014년 2,400만 달러 수준으로 9년간 약 13배 증가했다. 전체 매출 중에서는 약 2% 수준에 불과하다. 2006년에는 4.1%까지 높아진 바 있으나, 영어전문학원이라는 이미지가 너무 강하게 인식되어 다양한 과목의 학습 지원에 대한 매출 확대는 다소 부진하다.

〈그림 4〉 New Oriental의 대부분 수익이 교육 프로그램에서 발생



자료: New Oriental ANNUAL REPORT

〈그림 5〉 지역확대 추이: 1선도시 → 2,3선/중서부 도시



자료: New Oriental ANNUAL REPORT

### 3) 기타(온라인 교육, 콘텐츠 개발, 고등교육, 유학컨설팅)

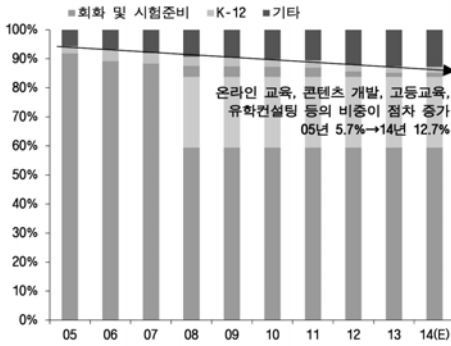
2005년 이후 매출 비중 중 증가하고 있는 분야로 온라인 교육, 콘텐츠 개발, 고등교육, 유학컨설팅을 포함한다. 2005년 5.7%에서 2014년 12.7%로 그 비중이 점진적으로 증가하고 있으며, 2014년 매출 규모는 2005년의 33배에 달한다. 물론 세부 항목간의 구체적인 매출 비중은 공개하지 않으므로 어떤 항목의 매출이 확대되고 있는지 정확하게는 확인할 수 없다. 그러나 중국 온라인 교육 통계에 따르면, New Oriental의 온라인 교육 비중은 전체 매출에 약 10% 수준으로 추정 가능하다.

New Oriental은 2015년부터 본격적으로 온라인 교육에 포커스를 맞출 것이라 발표한바 있다. 컴퓨터를 통한 온라인 교육뿐만 아니라 모바일 기기를 통해 교사, 학생, 그리고 부모님간의 오프라인 수업 피드백을 교류하면서 교육 프로그램의 효과를 제고시키고자 하고 있다. 현재는 O2O 교육시스템을 개발하고 있으며, 시범적용 시기는 2015년이 될 것으로 판단된다.

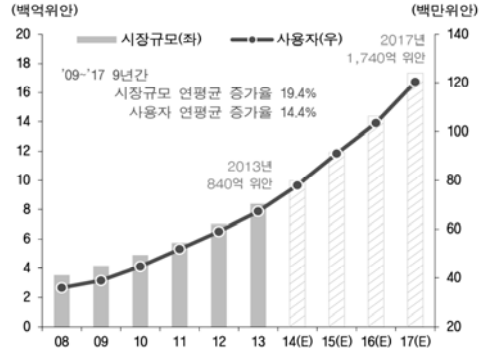
향후 New Oriental의 매출확대를 이끌어 나갈 동력은 온라인 교육이 될 것이다. 동사가 오프라인 영어교육 점유율 1위라는 점을 감안할 때, 온라인으로의 전환 역시 동일한 브랜드 파워가 적용될 수 있을 것이다. 또한 중국의 국가 특성 상 영토가 매우 광활함에 따라 시장규모는 크나, 사업영역 확대가 다소 어려웠다는 점을 고려할 때, 온라인 교육에서의 시장 개척은 언어센터를 설립하

는 고정비용 없이 보다 많은 학생에게 교육 프로그램을 제공할 수 있게 되어 새로운 기회요인이 될 수 있을 것으로 판단한다.

〈그림 6〉 교육 프로그램의 매출 변화 추이    〈그림 7〉 중국 온라인 교육산업의 시장규모



자료: New Oriental ANNUAL REPORT



자료: iResearch

#### 4. 2013년 실적 분석

New Oriental의 비용구조를 살펴보면, 약 50% 정도가 영업비용이다. 영업비용은 대부분 강사료(기존 강사 연봉과 실적과 연동되는 보너스를 포함)와 임대료이다. 그 외 일반 관리비는 영어교육 프로그램에 대한 라이선스 비용, 법률 서비스 비용 등 각종 관리 비용이 포함된다. 최근 Learning Centers 통폐합으로 LCs 수가 감소해 교육 프로그램 사용에 따른 라이선스 비용 감소로 비용 비중이 기존 37%에서 2014년 기준 34% 수준으로 감소했다.

게다가 2013년에 New Oriental에서 큰 비중을 차지하는 영어교육 프로그램의 수강생이 전년동기대비 31%가 감소했다. 이는 2013년 중국의 가오카오(高考)의 정책 변화로 인한 불확실성이 대두되었기 때문이다. 그러나 이미 전반적인 방향성이 정해졌기 때문에 시험 정책으로 인한 수강생의 이탈은 단기적인 요인이라 판단되므로 향후 지속적으로 영향을 미치지 않을 것이다. 즉, 수강생의 급감은 다시 회복될 것으로 판단된다.

위와 같은 이유로 2013년 실적은 경영부진으로 이어졌다. 이러한 외부적인 변화에 따라 New Oriental은 과거 공격적인 지역 확장에서 안정적인 확장, 그

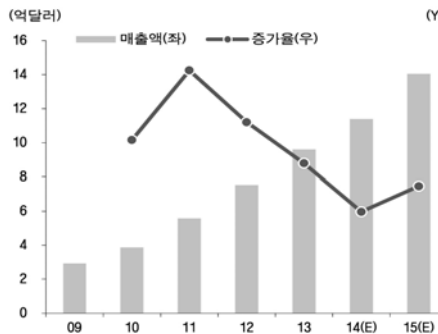
리고 경영 효율성 제고를 위한 Learning Centers 통합과 인력 구조조정을 진행했다. 이는 양적인 성장에 제동이 걸린 듯 보이나, 실질적으로는 수익성 개선으로 이어지고 있다. 실제로 New Oriental의 강사 수와 Learning Centers는 2012~2013년 이후 조정에 돌입함에 따라 양적 규모는 감소했음에도 불구하고 학생수는 여전히 증가추세를 보이고 있다.

### 5. 향후 전망

올해 3월 New Oriental은 중국 최대 인터넷 서비스 업체인 Tencent와의 업무제휴를 발표했다. 이를 통해 온라인 교육 시장에서의 입지를 더욱 공고히 하겠다는 것이다. 두 업체는 7월경에 3천만 위안(한화 약 52억 원)의 자본금으로 北京微學明日網絡科技有限公司를 설립했다. Tencent와의 업무제휴를 통해 New Oriental의 오프라인 교육프로그램을 Tencent의 온라인 교육 채널을 통해 유통하고자 하는 것이다. 이는 New Oriental의 교육 프로그램의 홍보에도 도움이 될 뿐만 아니라 온라인 교육 시장을 선도하는데 더욱 도움이 될 것이다.

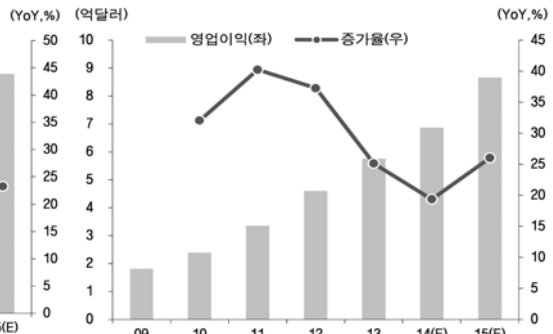
향후 중국의 영어 사교육 시장의 연평균성장률(CAGR)은 약 25% 수준에 달할 것으로 전망된다. 이에 따른 New Oriental의 2015년 매출액은 14억 달러로 예상된다. 매출 비중 중 영어 시험 준비를 위한 과정의 비중이 지속적으로 가장 높은 수준을 보일 것으로 예상되나, 새로운 성장동력인 온라인 교육이 점차 그 지위를 공고히 하게 될 것으로 기대되며 향후 3년간 20%의 매출액 증가가 예상된다.

〈그림 8〉 증가율은 소폭 둔화되었으나, 매출의 양적 성장은 지속됨



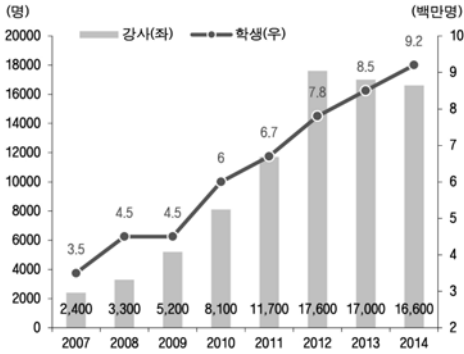
자료: New Oriental ANNUAL REPORT

〈그림 9〉 영업이익 개선



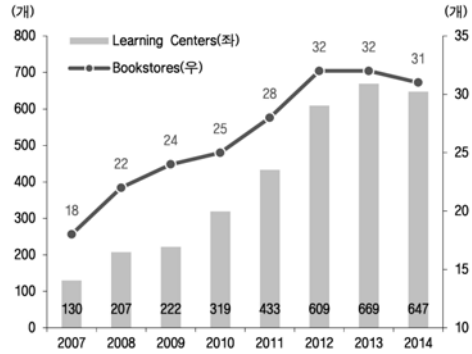
자료: New Oriental ANNUAL REPORT

〈그림 10〉 경영효율성 제고를 위한 선택①: 인력 구조조정



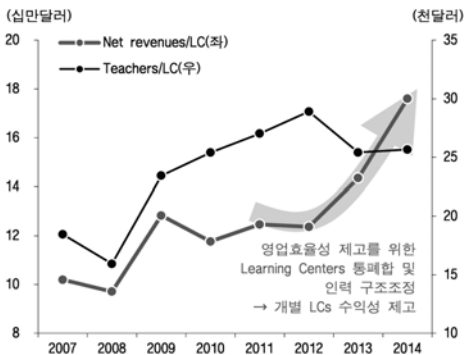
자료: New Oriental ANNUAL REPORT

〈그림 11〉 경영효율성 제고를 위한 선택②: LCs와 서점 통폐합



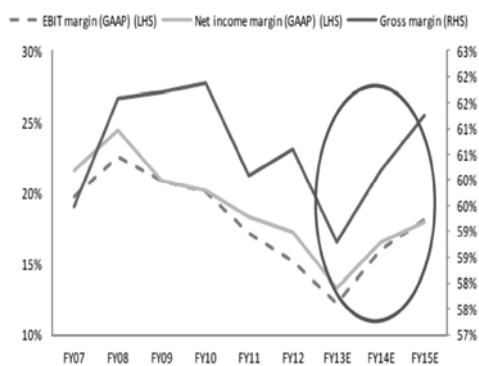
자료: New Oriental ANNUAL REPORT

〈그림 12〉 LCs 통폐합과 인력 구조조정으로 수익성 제고



자료: New Oriental ANNUAL REPORT

〈그림 13〉 향후 New Oriental의 마진을 개선 전망



자료: Deutsche Bank, New Oriental ANNUAL REPORT

## 6. 리스크 요인

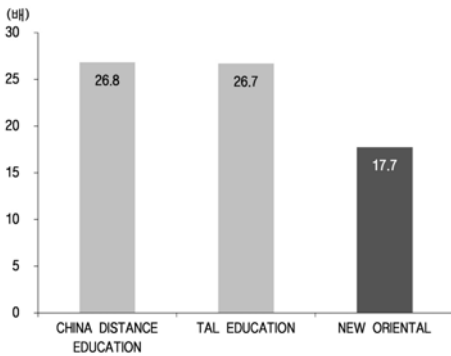
New Oriental이 최근 경영상 직면한 가장 큰 문제점은 강사진의 이탈을 들 수 있다. New Oriental은 높은 퀄리티의 강사진을 유지하기 위해 Learning Centers에서 학생들 혹은 학부모를 대상으로 매달 수업 만족도를 조사한다. 이를 통해 매달 교사 1명씩을 탈락시키는 서바이벌 시스템을 통해 강사의 퀄리티를 유지하고 있다. 이렇게 서바이벌 시스템으로 구성된 강사진은 높은 연봉을 받게 되었다. 또한 New Oriental의 강사였다는 이력만으로도 다른 학원에서의



스카우트 제의를 지속적으로 받게 된다. 이는 현실로 반영되며, 스타 강사진의 이탈로 New Oriental의 매출액 증가 속도는 둔화되기 시작했다. 물론 스타 강사진이 지속적으로 유지되기 어렵다는 것은 New Oriental의 경영상 가장 큰 문제로 제기될 수 있다. 그러나 이는 도리어 더욱 많은 명문대생 혹은 강사진이 New Oriental로의 입성을 기대하게 하는 요인이 되고 있다.

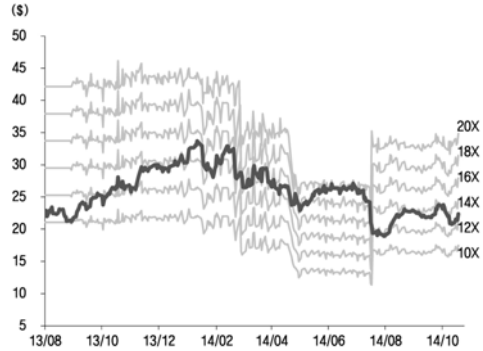
또한 이러한 경영상의 어려움을 New Oriental은 온라인 교육 시스템의 개발과 적용을 통해 해결하고자 하고 있다. 이는 기존보다 더 낮은 고정비용으로 더 많은 학생들을 유치할 수 있게 하는 것으로 영업이익 개선에 큰 역할을 하고 있다고 판단한다.

〈그림 14〉 벨류에이션



자료: Bloomberg

〈그림 15〉 주가 추이 및 PER 밴드



자료: Bloomberg

## 7. 한국 기업과의 비교

국내 교육 대표기업인 청담러닝, 대교, 디지털 대성, 메가스터디 등과 상대비교가 필요하다. New Oriental은 중국 최대 민간 교육기업으로 주로 영어교육에 초점이 맞춰져 있다. 이에 따라 국내 기업과 비교를 한다면 청담러닝과 가장 유사한 구조를 가지고 있다고 판단된다.

New Oriental의 매출액이 청담러닝의 10배 수준이나, 시가총액은 약 50배 가량 차이가 난다. 이는 New Oriental과 청담러닝간의 시장 경쟁력의 차이와 동시에 한국과 중국의 교육시장 규모확대 가능성에 기인하는 것으로 판단한다.

| (2013년말) | New Oriental  | 청담러닝   |
|----------|---|--|
| CI       |  |  |
| 시가총액     | 3조 8,119.7억원  | 764억원  |
| 매출액      | 1조 2,674.8억원  | 1,252.6억원  |
| 순이익      | 1,438.9억원   | 91.4억원   |
| PER(배)   | 18.90   | 9.24   |
| PBR(배)   | 3.80  | 1.00   |
| ROE(%)   | 25.20   | 14.30  |

## 8. 재무제표

| FYM(백만달러,%,배) | 2011  | 2012  | 2013  | 2014E   | 2015E   |
|---------------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 매출액           | 557.9 | 753.2 | 959.9 | 1,138.9 | 1,404.5 |
| 영업이익          | 335.2 | 460.1 | 575.7 | 687.2   | 866.0   |
| 당기순이익         | 101.8 | 132.7 | 136.3 | 215.7   | 222.1   |
| 매출액 증가율       | 44.4  | 35.0  | 27.4  | 18.6    | 23.3    |
| EPS 증가율       | 407.7 | 28.8  | 1.2   | 60.5    | 7.2     |
| BPS 증가율       | 28.6  | 22.2  | 22.7  | 29.6    | 27.1    |
| 부채비율          | 50.3  | 63.5  | 57.9  | 47.3    | 44.1    |
| ROE           | 20.3  | 21.0  | 17.6  | 22.0    | 22.0    |
| P/E           | 44.0  | 30.5  | 25.7  | 19.0    | 15.1    |
| P/B           | 8.0   | 6.1   | 4.1   | 4.0     | 2.8     |
| 배당수익률         | 0.0   | 0.0   | 1.3   | 1.9     | 0.0     |

## IX. 완커 (万科)

### 중국 부동산 패러다임 변화의 중심

#### Summary

#### 도시주택 부동산 개발은 이미 포화 상태

13년말 중국 주택부동산 개발투자는 이미 시장수요를 넘어 섰고 향후 부동산 시장 정체는 일정기간 유지될 것으로 예상 됨. 그러나 일부 시장의 잠재적 수요는 부동산 완화정책을 통해 유효수요로 변화 가능. 중국의 경제성장 모형은 부동산개발 주도에서 소비시장 주도로 변화가 불가피, 경제구조 변화에 따른 정부 정책변화 및 주택금융제도 활성화로 2015년 하반기 시장회복의 기회를 노려 봄.

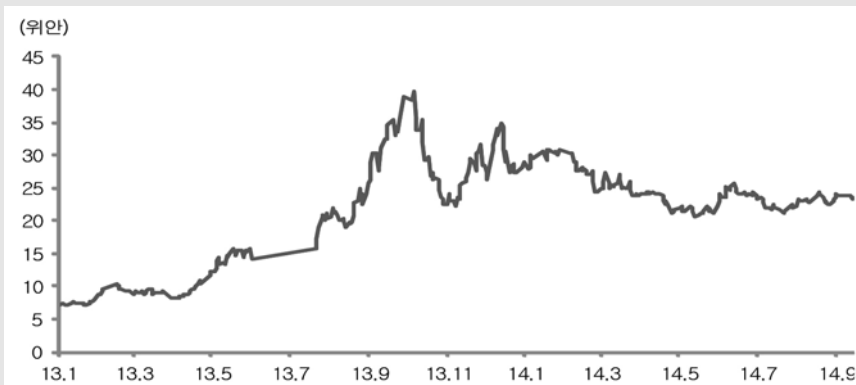
#### 매출성장 보다는 수익개선에 중점

2014년 1-3분기 매출액은 631.4억위안 작년 동기대비 0.4% 하락. 그러나 투자수익 실현으로 순이익은 64.6억위안 작년 동기대비 4.8% 증가, 주당순이익은 0.59원 위안 작년 동기대비 5.1%증가 하였음.

#### 수익구조 다변화로 新 성장동력 모색

매출액 기준 중국 1위 기업인 동사는 사업의 97% 이상이 부동산 개발에 집중 되어 있고, 그 중 주택 부동산 개발이 72% 이상을 차지하고 있음. 최근 주택시장의 공급과잉으로 인한 시장침체로 지속성장이 어려워짐에 따라 최근 상업/산업용 부동산 및 해외 부동산 개발, 부동산 관리서비스업 등으로 수익구조 다변화를 시도 함. 또한 프로젝트 지분 매각을 통해 자산 경량화 진행, 소수지분 참여로 운영수익 창출 시도. 중장기적으로 도시화 정책의 수혜기업 될 전망.

〈완커 최근 2년 주가추이〉



## 1. 산업배경

### 1) 2014년 현황

2013년 전국 주택 판매 면적은 전기 대비 17.5% 성장하였고 특히 상반기에만 30.4% 증가하였다. 반면, 2014년 상반기는 전기 대비 7.8%하락 추세를 보였으나 이는 2012년 대비 20.2% 증가한 수치이다.

대표 14개 도시의 상반기 주택 매출현황은 동기대비 20.9% 하락하였으며 미분양 면적 또한 1.22 억m<sup>2</sup> 에서 1.35억 m<sup>2</sup> 로 증가였고 매출 기간 또한 2013년 9.8개월에서 15.4개월로 증가 하였다. 전국 주택개발 착공 면적은 전기 대비 19.8% 하락하여 최근 5년내 최저치를 기록하였다.

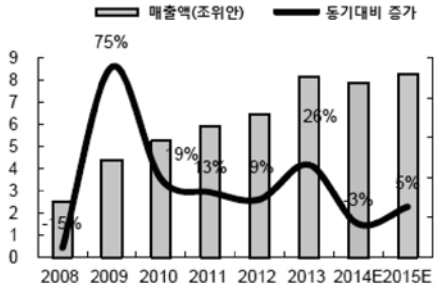
중국의 주택시장은 2013년 말부터 수요우위에서 공급우위로 수급관계에 변화가 발생하였고 주택가격 상승 추세도 막을 내렸다. 정부는 과거 시장과열 현상을 억제하는 단면적인 정책에서 최근 구체적 상황에 따른 세분화된 시장완화 정책을 추진하며 시장에 의한 주택공급량 조율을 강조하고 있다. 또한 중앙은행은 최초 주택구매자에 대한 대출금리 우대방안을 발표 하는 등 정책변화에 따른 주택시장의 안정적 연착륙을 기대해 볼 수 있을 것이다.

### 2) 2015년 전망

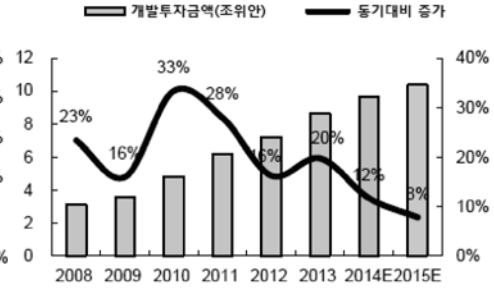
부동산투자는 이익잉여금과 매출액 추세에 후행한다. 2014년 이익잉여금이 빠른 속도로 감소하고 있어 내년 투자액 증가속도는 8%에 머무를 것으로 예측된다. 또한 현재 상당수의 재고물량이 소화되지 않고 있으며 토지분양 현황도 나아지지 않아 2015년 신개발 물량은 감소할 것으로 예상되며 회복에 상당한 시간이 걸릴 것으로 예상된다.

대출금 증가추이는 매출액 추이에 선행하고 2015년 대출금은 9.5조위안으로 증가, 그 중 3.4조원은 신규 대출금으로 사용될 것으로 동기대비 14% 증가가 예상된다. 이를 근거로 내년 매출액은 5%, 매출면적은 3%의 증가를 예측할 수 있다.

〈그림 1〉 중국 부동산 시장 총 매출액 추이 〈그림 2〉 중국 부동산시장 개발투자액 추이



자료: WIND



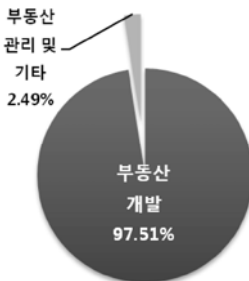
자료: WIND

## 2. 기업 소개

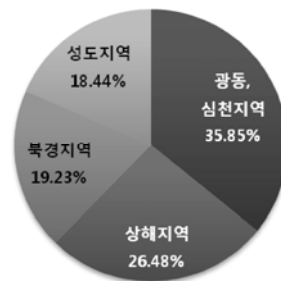
동사는 1984년 설립되어 초기 전자기기 무역업에서 백화점 분야로 사업을 확장한 회사다. 1990년대 말부터 중국 부동산시장의 성장성을 예견하고 2001년 백화점 지분을 팔아 부동산개발사업을 시작했다. 본점은 심천에 위치하고 있으며 주삼각(광둥/심천), 장삼각(상해), 보하이지역(북경) 및 중서부 지역(성도)을 주요 영업지로 전국 60여개의 도시에서 부동산 개발을 하고 있다. 2013년 판매 면적은 1,490만㎡, 매출액은 1,709억 위안으로 매출액 최대의 중국 부동산개발업체이며, 심천과 홍콩시장에 동시에 상장되어 있다.

주택부동산개발이 주요사업이나 최근 중국 부동산 경기가 침체함에 따라 사업 다각화에 중점을 두고 상업용/산업용 부동산 개발과 부동산 서비스업의 확장, 해외시장 진출 등을 진행하고 있다.

〈그림 3〉 완커 사업별 매출액 비중(2014.06) 〈그림 4〉 완커 지역별 매출액 비중(2014.06)



자료: 완커 반기보고서, WIND



자료: 완커 반기보고서, WIND

### 3. 경영분석

#### 1) 2014년 경영분석

2014년 1-3분기 매출액은 631.4억위안으로 작년 동기대비 0.4% 하락하였으나, 순이익(64.6억위안)은 일부 투자수익 실현으로 작년 동기대비 4.8% 증가하였다. 9월 말 기준 투자수익은 16.3억위안으로 동기대비 216.1% 증가하였고 영업외수익은 333.4%증가, 소득세는 11.8% 감소하였으며, 주당순이익은 0.59원 위안으로 동기대비 소폭 증가하였다.

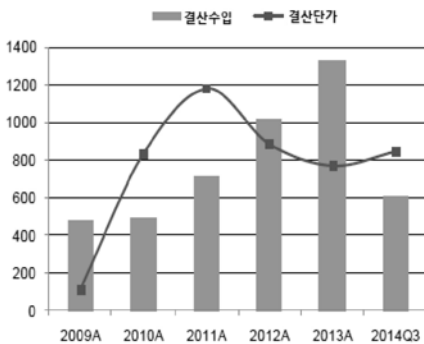
1-3분기 준공면적은 661.6만㎡로 작년 대비 5.8%하락하였고 결산면적 및 결산수입도 각각 전기대비 4.6%, 1.0%하락하였으나 판매면적은 1263.8만㎡, 판매금액은 1490.6억위안으로 전기대비 15.0%, 16.0% 증가하였다.

동사 준공물량의 50%이상이 4분기에 집중되어 있으며 3분기 결산단가는 동기대비 2.1% 상승했고 1-3분기 평균 대비 3.7% 상승하여 2014년 영업이익이익률이 24%까지 회복될 것으로 보인다.

#### 2) 질적성장으로 변화

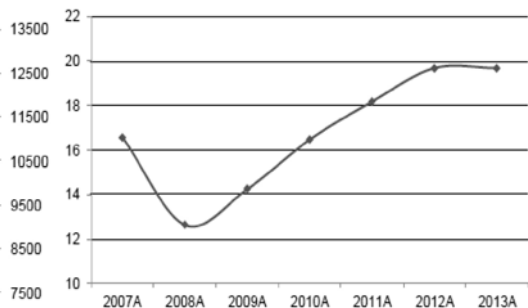
동사는 최근 자산 경량화, 소수지분참여 운영방안, 공동프로젝트 진행에 중점을 두고 경영방침을 양적성장에서 질적성장으로 전환하였고 그 결과 ROE를 20%수준으로 상승시켰다.

〈그림 5〉 완커 결산수입 및 결산단가



자료: 사업보고서, WIND

〈그림 6〉 완커 자기자본이익률(ROE)

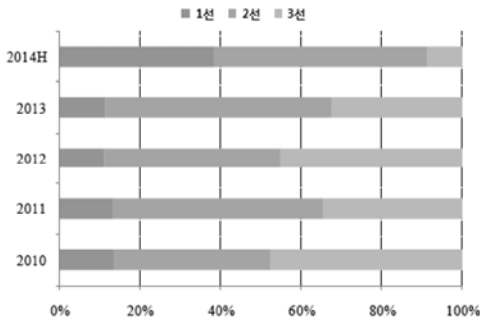


자료: 사업보고서, WIND

과거 2,3선 도시 부동산 개발에 집중하였으나 2014년 토지투자자는 축소하되 1,2선 도시 부동산 개발로 전향하면서 1,2선 도시 토지 보유량이 전체의 90%에 이르게 되었다. 상위 20%내 1,2선 도시의 경우 여전히 시장성장 가능성을 가지고 있으며, 동사의 경우 경쟁업체 대비 낮은 자금조달비용으로 경쟁우위를 가지고 있다.

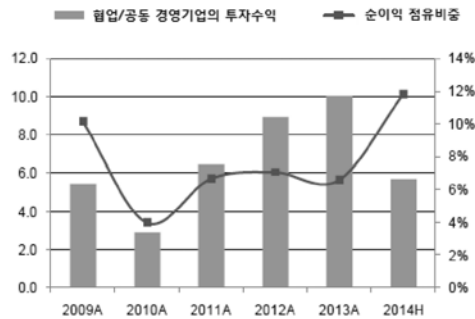
단순 프로젝트 수익에만 의존하던 과거와는 달리 최근 프로젝트 지분매각을 통해 지분 및 관리수익, 수수료 등 수익 다변화를 추구하였으며 이미 전국에 보유중인 350개 프로젝트 중 60여개 지분을 매각하였다. 회사는 프로젝트 지분매각으로 조기 자금확보가 가능해짐과 동시에 협력기업과의 공동경영을 추진하여 소수지분참여를 통한 운영수익 창출로 투자수익을 높이고 있다.

〈그림 7〉 완커 지역별 토지매입 현황



사업보고서, WIND

〈그림 8〉 완커 공동경영기업 투자수익 및 순이익비중



자료: 사업보고서, WIND

## 4. 사업내용

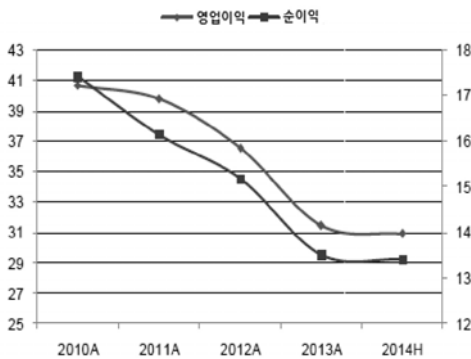
### 1) 부동산 개발

동사의 총 매출액 중 97%는 부동산 개발사업이 차지하고 있다. 대부분 중소형 아파트 개발에 집중하므로 중국 정부의 강력한 부동산 통제 정책에도 불구하고 실적을 유지할 수 있었으나 최근 중국 주택부동산 경기의 침체에 따른 이익률 악화로 인해 신사업 진출이 불가피해졌다. 이에 최근 동사는 상업용 부동산개발과 산업용 부동산개발에 집중하고 있다.

2010년 상업용 부동산 개발 계획을 발표한 이래 현재 52개 도시에 4종류(완커광장, 완커홍, 완커빌딩 및 완커2049)의 상업용 부동산 개발을 진행했다. 올해 총 8개의 신규프로젝트를 진행 예정이며 전국적으로 20개의 쇼핑몰 개발을 계획하고 있으며 이러한 상업용 부동산의 운영은 칼라일(Carlyle)그룹과 합작으로 설립한 회사가 담당하고 동 회사로 자산을 이전시켜 향후 부동산자산유동화의 포석을 마련 하였다.

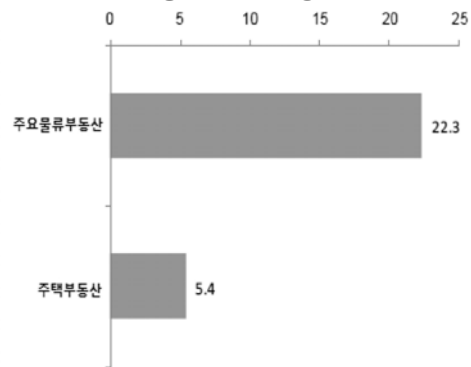
중국의 물류설비 면적은 미국의 1/14수준으로 성장기에 있어 향후 산업용 부동산 개발 시장의 확대를 예상하여 신사업의 일환으로 최근 6개(청도, 전해, 선전, 정주, 구이양, 우한) 도시에 개발프로젝트를 진행하고 있다.

〈그림 9〉 완커 영업이익률 및 순이익률



자료: 사업보고서, WIND

〈그림 10〉 완커 물류부동산과 주택부동산의 가치평가 비교



자료: 리서치자료, WIND

## 2) 해외진출

동사는 미국, 싱가포르, 홍콩에서 해외부동산개발업체와 협업방식으로 총 5개의 프로젝트를 진행 중에 있으며 투자금액은 총 13억 달러에 이른다. 그러나 해외진출의 주요목적이 신규수익 창출에만 있는 것은 아니다. 2014년 조달자금의 17%를 해외에서 조달했으며 평균 4.5%금리로 조달해 경쟁 업체 대비 상대적으로 낮은 수준이며 해외조달 자금은 지속적으로 증가할 것으로 보인다. 또한 해외 우수부동산개발업체와의 협력방식을 통해 선진 부동산 개발 기법을 습득할 기회를 마련하고 미래 10년을 준비하는 사업다각화의 기초를 마련한 것이다.

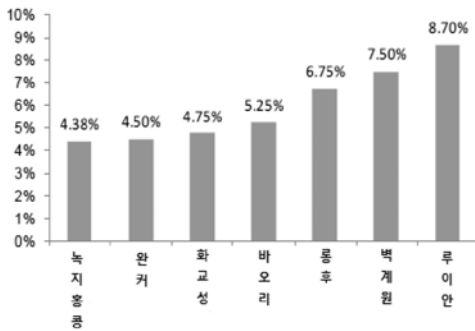


### 3) 기타사업

인터넷 플랫폼 회사와의 협업을 통한 부동산 관리서비스업의 확장 상반기 총 매출액 409.6만 위안 중 부동산 관리서비스업의 매출액은 8.4만 위안으로 극소 부분(2%)을 차지하고 있으나 성장률은 동기대비 42.67%로 빠른 확장을 보이고 있다. 영업이익률은 13.57%로 부동산 개발업(21.88%)에 비해 낮은 수준이지만 동기대비 3.55% 성장하면서 지속적인 성장국면이 예상된다.

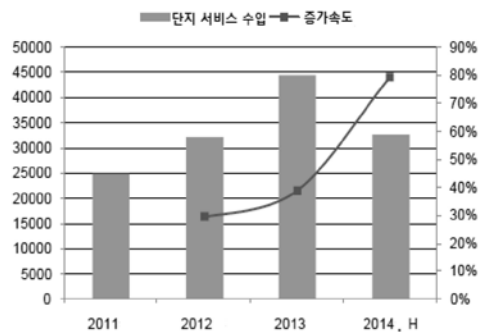
동사는 부동산 관리업의 확장을 위해 올해 인터넷 플랫폼 회사 6사(타오바오, 텡쉰, 바이두 핑안, 쇼우팡, 아리바바)와 협업 경영을 추진하여 다양한 부동산 서비스상품을 출시하였다. 인터넷 플랫폼 통한 부동산 관리서비스 시장의 확장은 신고객의 모집뿐만 아니라 미래 부동산 시장 운영체제 변화의 앞선 진출로 보여진다. 현재 동사는 356개 단지, 52만 주택소유자, 약 300만 회원을 보유하고 있으며 향후 5년 내 2배 이상의 성장이 예상된다.

〈그림 11〉 2014년 주요부동산개발 기업의 해외자금조달 금리



자료: 리서치자료, WIND

〈그림 12〉 A단지 사례(단지 서비스관리 수입 및 증가 속도)



자료: 리서치자료, WIND

## 5. 주주구성 및 주식에 관한 사항

시장간 추가차이에 의한 상대적 저평가 주식에 투자 기회 최대주주는 화룬주식유한회사로 14.94%를 보유하고 있으며 그 100% 자회사가 보유하고 있는 지분을 합하면 총 15.00%를 보유하고 있다.

당해 주식은 심천시장(A주)과 홍콩시장(H주)에 동시에 상장되어 있으며 두 시장의 주식이격 차이가 존재한다. 현재 두 시장간에 가격차이는 H주가 약 20%가량 높게 평가되고 있다. 최근 후강통이 개설되면서 상해주식과 홍콩주식의 상호 거래가 가능하게 되었으나 본 기업의 경우 심천시장에 상장되어 있어 후강통을 통한 거래는 어려우나 RQFII를 통한 A주의 매입이 가능하므로 상대적으로 저평가된 A주의 투자를 고려해 볼 수 있다.

## 6. 정책적 변화

### 1) 지방정부 채무관리 강화

‘지방정부 채무관리 강화에 대한 견해’가 발표되면서 지방정부의 대출증가와 채무관리 규제가 강화 될 것이다. 이에 따라 지방정부의 상업성 부동산개발 프로젝트는 향후 진행되기 어려울 것으로 판단된다.

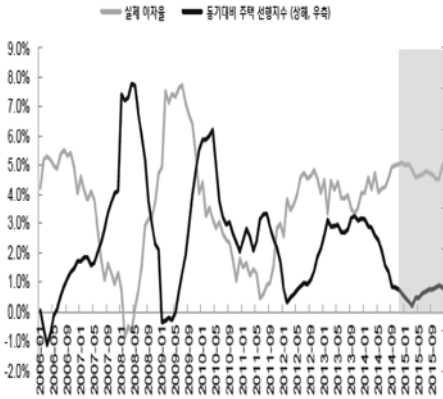
### 2) 부동산 대출 정책완화

새롭게 출범한 신용대출 완화 정책의 영향으로 10월 초 일선도시의 부동산 시장 거래가 소폭 증가 하였고 일부 부동산 매물의 가격은 상향조짐을 보이고 있다.

2014년부터 진행된 정부의 주택구매제한 완화정책은 2015년에도 지속될 것으로 예상된다. 첫 주택 구매자의 대출 이자율우대 정책을 실시하고 기업 유보금의 대출상한선을 상향 조정을 통해 주택 구매 수요를 지원하고 은행의 MBS 발행을 일반화 하여 주택금융을 이용한 주택시장 부양을 장려할 것이다.

과열된 주택시장을 제한했던 정부는 주택금융의 활성화를 지원하고 개인의 첫 주택 구매를 장려함에 따라 소비경제를 주도하려 한다. 반면 지방정부의 과도한 개발 투자를 제한하면서 채무관리에 집중하고 있다. 따라서 향후 주택시장은 과거 정부와 일부 개발상에 의해 주도되는 시장에서 가계 소비가 수요와 공급을 주도하는 시장으로 구조변화가 예상된다.

〈그림 13〉 주택가격과 실제이자율의 상관관계 (반비례)



자료: 각 사 사업보고서, WIND

〈그림 14〉 2015년 정책 전망

|        |  |
|--------|--|
| 구매 제한  | 일부 1선 도시의 부동산 구매제한 폐지: 심천, 광주                        |
| 공적기금   | 부동산 최초구매 시 이자 보조정책 기금의 해당지역 외 유출 허가 및 대출 한도 증액       |
| 세금     | 지방정부의 부동산 계약세 감면, 중고 부동산세 감액<br>부동산 기업 영업세 → 증치세로 전환 |
| 신도시 개발 | 대형도시건설 통제<br>재개발 및 리모델링 추진                           |
| 자금 조달  | 다양한 금융상품 개발  |
| 지역 규제  | 북경, 천진 일체화 계획<br>북경, 천진 등 자유무역지역 확정                  |

자료: 각 사 사업보고서, WIND

## 7. 최근 이슈 및 완커 전망

### 1) 최근 이슈

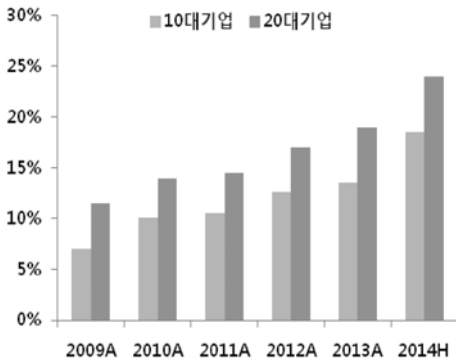
부동산시장은 중국의 경제성장 추세에 맞추어 급격한 성장세를 보였다. 그러나 경제성장의 속도가 줄어들면서 부동산시장 또한 정체기를 겪고 있으며 산업 전반의 메커니즘 변화기를 맞이하고 있다.

- ▶ 핵심지역 성장형: 1,2선 도시 중 상위 20% 핵심도시(북경, 상해, 광둥, 심천 등)의 주택 포화도는 비교적 낮은 편으로 해당 도시의 2000~2010년 인구증가율과 2007년~현재까지 주요 개발상의 토지보유량을 비교해 보았을 때 1,2선 도시 중 상위 20%의 핵심도시는 여전히 잠재적 미래성장 가능성을 가지고 있다.
- ▶ 주요개발상-수직일체화, 중소형개발상-지역다원화: 미국 등 부동산 개발상의 앞선 성장 사례를 보면 업무범위를 자금대출업무 혹은 부동산관리서비스 업무 등으로 확대하여 수직 계열화가 진행되었고 이에 중국도 예외는 아니다. 향후 주요 개발상을 중심으로 중소형사의 인수합병을 진행하여 규모를 확대해 나갈 것으로 예상된다. 또한 이런 치열한 경쟁 속에서 일부

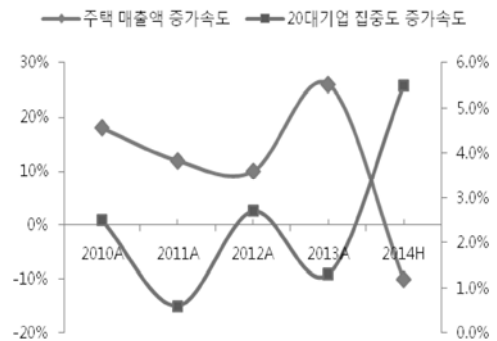
중소형사는 사업 대상을 홍콩/대만 등지로 이전하게 될 것이며 교통시설, 백화점 등 기업별 전문분야에 집중하는 형태로 변화 될 것이다.

- ▶ 자산 경량화/유동화: 과거 중국 부동산개발상은 우량토지의 확보와 자금의 효율적 운용이 개발성패를 좌우하였다. 그러나 부동산개발 선진국의 사례를 살펴보면 시장발전의 완성단계에서는 상업부동산과 금융기법이 혼합된 개발로 나아가게 되고 중국도 예외는 아닐 것이다. 매입토지 지분의 축소 및 선매각(자산유동화)을 통해 운용자금 확보와 보유자산의 경량화를 추진하고, 프로젝트 지분투자 및 부동산관리 서비스업 확대로 투자수익을 추구하게 될 것이다.

〈그림 15〉 10대, 20대 기업 시장정유율 〈그림 16〉 20대 기업 집중도 증가속도 및 주택 매출액 증가속도



자료: 각 사 사업보고서, WIND



자료: 각 사 사업보고서, WIND

## 2) 완커 전망

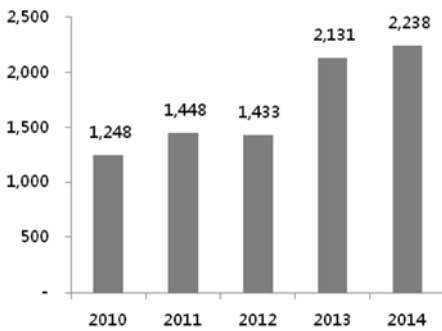
중국 부동산시장은 2000년 이후 3년 성장, 1년 하락의 추세를 보이고 있으며 2014~2015년 하락주기를 맞이하고 있다. 그러나 이번 주기는 중국 경제성장률 둔화의 영향으로 상대적으로 긴 하락구간을 지날 것으로 전망되고 2015년 상반기가 저점이 될 것으로 예상된다. 작년 말부터 시작된 주택가격 하락에 대한 정부의 주택경기 부양책이 제한적으로 시행되고 있으며, 인민은행은 통화완화를 위한 유동성공급이 진행 중이다. 부동산시장이 정부정책에 반응하기까지 6개월 이상의 시간이 필요할 것으로 보인다. 정체된 시장에서 업계는

대형사를 중심으로 재편되는 구조조정이 예상되며, 이들은 사업확장을 시도할 것이다.

완커의 2014년 신개발 면적은 작년과 비슷한 수준을 유지할 것으로 예상되고 현재 향후 2~3년간 시장수요에 맞춘 토지를 보유 중이다. 또한 충분한 자금력과 낮은 부채비율 등 시장 정체기에서 버틸 수 있는 요소를 두루 갖추고 있다.

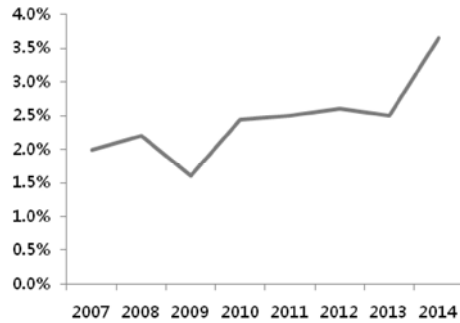
2015년 실적은 매출가능 면적과 평균판매가격을 고려하였을 때 올해와 비슷한 수준을 유지할 것으로 예상된다. 그러나 향후 1~2년간 현재 실적 유지 및 사업부문 다각화를 완성 할 수 있다면 미래 폭발적인 성장 동력이 되어 줄 것이다.

〈그림 17〉 완커 부동산 신개발 면적 (만m<sup>2</sup>)



자료: 각 사 사업보고서, WIND

〈그림 18〉 완커 주택판매 시장점유율



자료: 각 사 사업보고서, WIND

## 8. 재무제표

(단위 : 백만원, %, 배)

| FYM           | 2011   | 2012   | 2013   | 2014E  | 2015E  | 2013/06 | 2013/12 | 2014/06 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 매출액           | 11,608 | 17,290 | 22,058 | 28,019 | 33,439 | 6,948   | 15,731  | 6,554   |
| 영업이익          | 3,293  | 4,547  | 4,300  | 5,108  | 6,130  | 1,551   | 3,369   | 1,482   |
| 당기순이익         | 1,650  | 2,240  | 2,692  | 3,147  | 3,715  | 812     | 1877    | 818     |
| 매출액 증가율       | 50.2   | 43.1   | 2739   | 16.2   | 19.3   | 34.5    | 30.4    | -1.1    |
| 순이익 증가율       | 32.2   | 30.1   | 20.5   | 16.9   | 18.1   | 22.3    | 19.7    | 5.6     |
| EPS 증가율       | 33.3   | 29.5   | 20.2   | 18.5   | 17.7   | 20.6    | 19.7    | 7.3     |
| 부채비율          | 76.1   | 87.2   | 86.8   | -      | -      | 84.2    | 72.7    | 77.0    |
| 매출총이익률        | 36.1   | 32.4   | 25.1   | 31.6   | 31.0   | 29.4    | 26.2    | 26.5    |
| EBITDA Margin | 28.8   | 26.7   | 19.6   | 19.8   | 19.8   | 23.0    | 21.5    | 23.1    |
| 영업이익률         | 28.4   | 26.3   | 19.5   | 18.2   | 18.3   | 22.3    | 21.4    | 22.6    |
| 매출순이익률        | 14.2   | 13.0   | 12.2   | 11.2   | 11.1   | 11.7    | 11.9    | 12.5    |
| ROA           | 3.8    | 3.7    | 3.5    | 3.7    | 4.0    | 3.5     | 3.5     | 3.3     |
| ROE           | 19.8   | 21.5   | 21.5   | 20.1   | 20.2   | 22.0    | 21.5    | 21.4    |
| P/E           | 7.1    | 8.8    | 6.9    | 7.3    | 4.8    | 9.1     | 6.9     | 7.1     |
| EV/EBITDA     | 5.2    | 5.8    | 7.4    | 5.8    | 4.8    | 6.2     | 5.9     | 6.4     |
| P/S           | 1.0    | 1.1    | 0.8    | 0.7    | 0.6    | 1.1     | 0.8     | 0.9     |
| P/B           | 1.3    | 1.7    | 1.4    | 1.5    | 1.0    | 1.8     | 1.4     | 1.4     |
| 배당수익률         | 2.1    | 1.8    | 4.3    | 4.6    | 5.4    | 3.3     | 4.3     | 2.3     |

## X. Tasly Pharmaceutical Group (天士力)

### 중국 중의약 대표 기업

#### Summary

#### 중국 제약업, 중의약에 주목

중국 중의약 시장은 제약업에서 매출액 기준 30.7%의 비중을 차지하고 있으며 2003년부터 2013년까지 연간 20%이상의 성장세를 보였다. 동사의 제약 시장에서의 심혈관과 뇌혈관 관련 약품 판매 비중은 37.4%로 1위를 차지하고 있다. 중의약 대표 기업인 Tasly는 심혈관과 뇌혈관을 중심으로 제품군이 구성되어 있으며 핵심 약품인 Fu Fang Dan Shen Di Wan (复方丹参滴丸)의 매출액이 2013년 20억위안을 기록하였다.

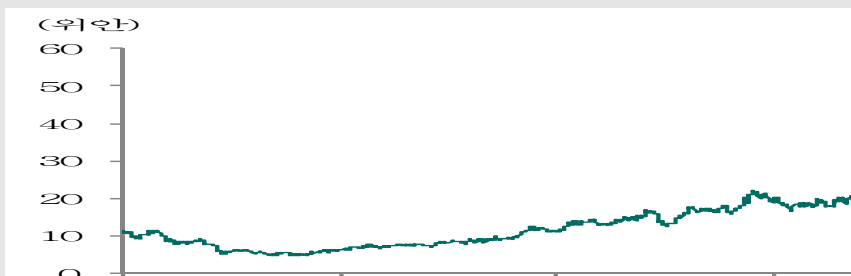
#### 실적 현황 및 전망

2013년 매출액은 111억위안, 순이익은 11억위안으로 매출액 증가율은 19%, 순이익 증가율은 29%에 달했다. 5년간 평균 매출액 증가율은 27%, 순이익 증가율은 36%대로 높은 수준이다. 2014~2016년 순이익 증가율이 각각 31%, 24%, 23% 기록할 것으로 전망되며, 2014년 제약부문 매출액은 30% 이상 성장할 것으로 예상된다. 1) 주력 제품을 정부가 2, 3급 대형 병원에서의 기본목록약품 사용 비중 확대를 의무화하고 있기 때문에 2014년에도 15~20% 매출액 성장을 유지할 수 있을 것으로 전망된다. 2) 기타 약품 중 최근 신약 허가를 받은 3가지 주사제가 국가의료보험약품목록(NRDL)에 편입되어 올해 하반기에 진행될 국가기본약품목록(NEDL)과 국가의료보험약품목록(NRDL)입찰에서 수혜를 받을 것으로 예상된다.

#### 주가 추이

타슬리의 PER는 현재 28배로 과거 5년 평균 PER인 약 38배보다 상대적으로 저평가 되어있는 상태이다. 향후 신약 가치가 인정됨에 따라 장기투자가 유망할 것으로 전망된다.

#### 〈타슬리 주가 추이〉



## 기업 및 산업 관련 내용

### 1. 산업 현황

중국 제약업은 2013년 기준 2조위안의 매출액을 기록하였으며 2003년부터 2013년까지 평균 20% 이상의 성장세를 보였다. 2014년 1~6월 제약업 매출액과 영업이익의 성장률은 각각 YoY +13.5%, 14.9%로 하반기부터 본격적으로 시행되는 처방약 입찰에 힘입어 수익이 점차 개선될 것으로 전망된다.

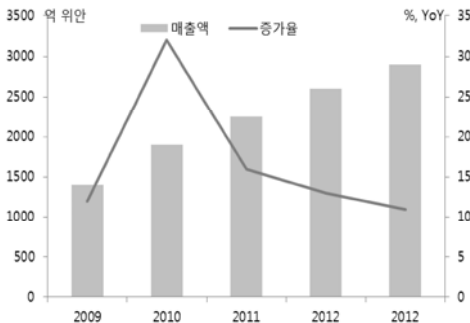
중의약 시장 또한 과거 10년간 20% 이상의 성장률을 기록했다. 중의약 시장 규모는 전체 제약업에서 30.7% 비중을 차지하고 있으며 심혈관과 뇌혈관 중의약품의 판매 비중이 전체 중의약 시장에서 37.4%를 차지하고 있다.

〈표 1〉 중국 제약산업 성장성 및 수익성

|        | 매출액           |                 | 영업이익          |                 | NP마진    |
|--------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|---------|
|        | 2013<br>(억위안) | 10년 CAGR<br>(%) | 2013<br>(억위안) | 10년 CAGR<br>(%) | 2013(%) |
| 화학약    | 9,551         | 17.3            | 924           | 18.2            | 9.4     |
| 중의약    | 6,324         | 20.8            | 632           | 19.5            | 9.1     |
| 바이오약   | 2,381         | 24.0            | 282           | 24.8            | 11.9    |
| 제약업 합계 | 20,593        | 20.1            | 2,072         | 20.9            | 10.1    |

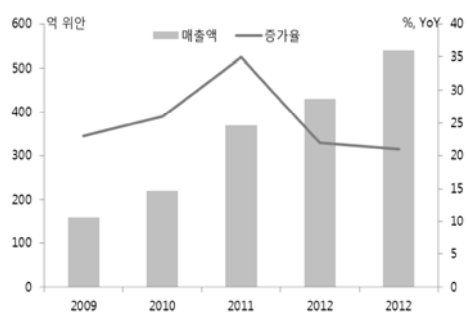
자료: 국가통계청, CMS

〈그림 1〉 제약업 매출액 및 증가율



자료 : 데이터모니터, 하나대투증권

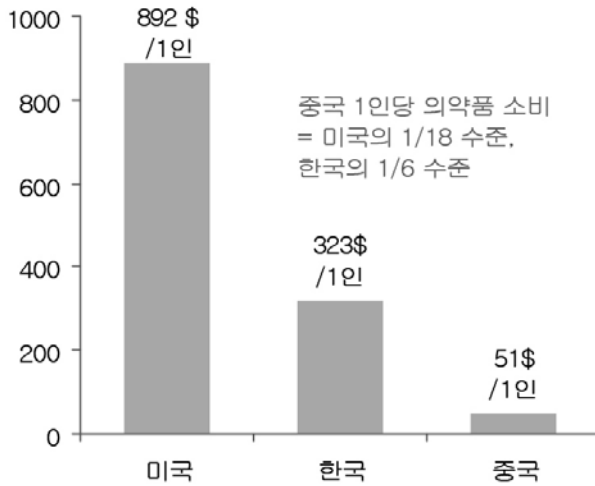
〈그림 2〉 중의약 매출액 및 증가율



자료 : APCO World Wide Analysis, 하나대투증권



〈그림 3〉 중국 1인당 의약품 소비규모



자료 : Euromonitor, 하나대투증권

## 2. 기업 현황

### 1) 기업 소개

타슬리는 1998년에 설립된 중의약 제조기업으로 상장된 중국 제약회사 중 시가총액 규모 4위, 중의약 제조기업 중에는 1위를 차지하고 있는 기업이다. 제품군은 심혈관, 뇌혈관, 간질환, 감기, 위장 및 당뇨 관련 약품들이 있으며 핵심 약품들은 주로 중의약으로 구성되어 있다.

### 2) 매출액 구성

2013년 매출액은 111억위안, 순이익은 11억위안으로 매출액 증가율은 19%, 순이익 증가율은 29%에 달했다. 5년간 평균 매출액 증가율은 27%, 순이익 증가율은 36%대로 높은 수준이다.

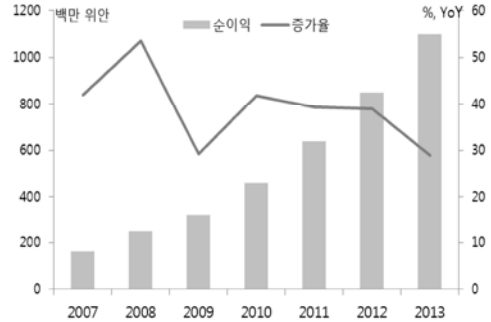
동사는 약품 개발, 중약재 재배, 중약재 채취, 생산, 판매 등을 통해 독립적이고 일체화된 연구개발 및 공급 시스템을 갖추고 있다. 전체 매출에서 제약업과 의약품매(유통)의 매출액이 각각 44%와 55%의 비중을 차지하고 있다.

〈그림 4〉 Tasly 매출액 및 성장률



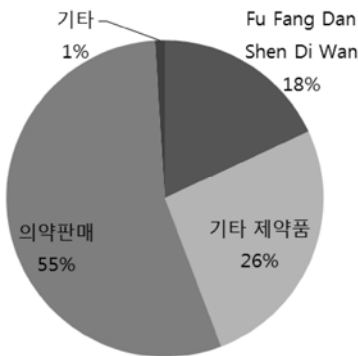
자료: Tasly, CMS

〈그림 5〉 Tasly 순이익 및 성장률



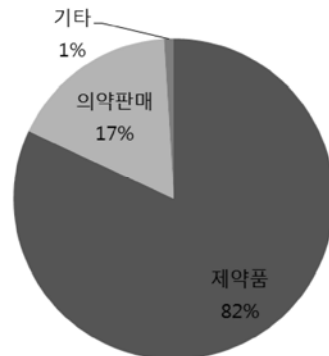
자료: Tasly, CMS

〈그림 6〉 2013년 부문별 매출액 비중



자료: Tasly, CMS

〈그림 7〉 2013년 부문별 순이익 비중



자료: Tasly, CMS

### 3) 주요 제품

심혈관 및 뇌혈관 질환 의약품인 Fu Fang Dan Chan Di Wan(复方丹参滴丸)은 동사의 핵심 약품으로 2013년 전년 대비 20% 성장한 매출액 20억위안을 기록했다. 해당 약품은 국가기본약품목록에 편입되어 있어 환자들이 100% 의료보험 보장을 받을 수 있다. 또한, 중국 내 최초로 FDA II 임상실험을 통과한 중의약품으로서 유효성과 안전성에 있어 국제적인 인증을 받게 되었다. FDA III 실험은 2년 정도의 시간이 필요하며 현재는 미국, 유럽, 일본 등 선진국에서 식품 보충제로 판매되고 있으나 FDA 신약 허가를 받을 경우 처방약 시장에 진입하여 본격적으로 해외에 진출할 예정이다.

#### 4) 핵심 경쟁력

동사의 핵심 경쟁력 중 하나는 1) 대부분 독자적인 약품이기 때문에 가격면에서 우위를 갖고 있다는 점이다. 중국 발개위에서 올해 하반기 본격적으로 중의약 가격을 하향 조정할 것으로 예상되지만 향후 출시 예정인 약품은 대부분 범용 제품이 아닌 독자적인 신약으로 가격 인하의 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 2) 중국 내 최초로 국가 주요 인증을 획득한 상품 개발력을 보유하고 있어 장기 성장 잠재력이 높다. 즉, 실험연구소 기준(GLP), 중약재재배 기준(GAP), 유효성분 추출 기준(GEP), 생산제조 기준(GMP), 판매 기준(GSP)의 완전한 Value chain을 갖춘 현대화 중의약 업체라고 볼 수 있다. 또 원재료 등 업스트림에 대한 중약재 재배를 엄격히 통제하여 약품의 품질을 보장함과 동시에 효율적으로 원가 변동을 통제하고 있어 원재료로 인한 가격 영향이 적을 것으로 보인다.

### 3. 최근 이슈 및 2014년 전망

성급별로 진행되는 처방약에 대한 입찰이 과거 3~4년 동안 지연 되었지만 올해 하반기부터 본격적으로 입찰이 개시될 전망이다. 최근 신약 허가를 받은 3가지 주사제가 국가의료보험약품목록(NRDL)에 편입되었기 때문에 하반기에 있을 입찰의 수혜를 받을 것으로 예상되며 이를 통한 지속적인 매출액 증가가 전망된다.

매출액은 2014년 23%, 2015년에는 24% 증가할 것으로 전망된다. 그 중 핵심 제품인 Fu Fang Dan Chan Di Wan(复方丹参滴丸)의 매출액 증가율은 2013년에 약 20%를 기록했고 정부가 2, 3급 대형 병원에서의 기본목록약품 사용 비중 확대를 의무화하고 있기 때문에 2014년에도 15~20% 매출액 성장을 유지할 수 있을 것으로 전망된다. 또한, 기타 추가적인 신약 제품 출시 등을 감안하면 20%대의 외형성장이 지속될 수 있을 것이라 판단한다.

2014~2016년 순이익 증가율은 각각 31%, 24%, 23%, EPS는 각각 1.39위안, 1.72위안, 2.11위안을 기록할 것으로 전망된다. 타슬리의 PER는 현재 28배로 과거 5년 평균 PER인 약 38배보다 상대적으로 저평가 되어있는 상태이다. 향후 처방약 입찰 및 FDA III를 통한 신약 가치 인정 등을 고려한다면 장기투자가 유망할 것으로 전망된다.

## 재 무 제 표

(단위 : 억위안, %, 배)

|          | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E |
|----------|------|------|-------|-------|
| 매출액      | 93   | 111  | 137   | 212   |
| 매출액 증가율  | 42   | 19   | 23    | 24    |
| 영업이익     | 11   | 14   | 18    | 28    |
| 영업이익 증가율 | 41   | 34   | 31    | 23    |
| 순이익      | 9    | 11   | 14    | 22    |
| 순이익 증가율  | 39   | 29   | 31    | 23    |
| EPS (위안) | 0.8  | 1.1  | 1.4   | 2.1   |
| P/E      | 48   | 37   | 28    | 19    |
| P/B      | 10   | 11   | 8     | 5     |

자료: Tasly, CMS

# 중국 친환경 건축자재 시장 및 기업분석

이 희 원\*

## 1. 중국 에너지절약 및 환경보호정책

### 1) 중국 에너지절약 정책

|                  |   |
|------------------|---|
| 에너지절약            | <p>에너지 사용효율 극대화</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 고효율기술장비 대체</li> <li>- 친환경건축자재 보급</li> <li>- 에너지관리계약 보급</li> </ul>                        |
| 발전지속가능한 에너지공급시스템 | <p>고효율, 친환경, 저탄소 에너지공급 시스템 구축</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 고효율화석에너지, 재생가능에너지, 원자력 이용</li> <li>- 셰일가스, 석탄층가스, 비일반 천연오일가스 개발</li> </ul> |

중국정부는 2007년부터 환경보호지출과목을 국가재정예산에 정식으로 편성하였으며 환경보호관련 대책들을 내놓으면서 중국의 환경보호산업 발전에 박차를 가했다.

2008년에는 강제적으로 소화전, 강철, 시멘트 등 과잉생산 시장을 제재하여 환경보호산업과 서비스의 수급이 한 단계 확대되었고 하반기에 미국발 금융위기의 영향을 받아 중국은 환경보호산업에 투자를 확대하여 산업의 발전속도를 더 높였다.

\* (現) 대외경제무역대학교 경제분석동아리(UEA) 회장

2010년에는 《국무원의 전략적 신흥산업의 육성과 발전 가속화에 관한 결정》을 공포하며 에너지절약 환경보호, 신에너지 등 전략적 신흥산업 우선 정책을 확립하여 사회투자를 격려 및 인도하였다. 같은 해에 《에너지관리계약의 가속화 추진 및 에너지서비스산업 발전촉진에 관한 의견》을 공포하며 에너지관리 계약을 한층 더 추진하였다.

2012년 국무원은 《에너지절약 및 배출감소 "12·5"규획》을 공포하였고, 2015년까지 단위 GDP 에너지소비량을 2005년 가격인 0.869석탄화산톤(TCE)까지 줄이고 2010년 대비 16% 감축을 계획하였다. "12·5"규획기간에 에너지절약 및 환경보호산업의 생산액은 연평균 15%이상 성장하여 2015년까지 총 생산액은 4.5조RMB에 달해, 증가치는 GDP 비중 2%가 될 것으로 보인다. 또한 국가발전개혁위원회에서는 2008년부터 2013년까지 6년연속으로 《국가중점 에너지절약 기술보급 목록》을 출시하며 기업의 에너지절약 선진 신공업, 신기술 및 신설비 채용을 이끌어내며 에너지이용 효율을 극대화 하였다.

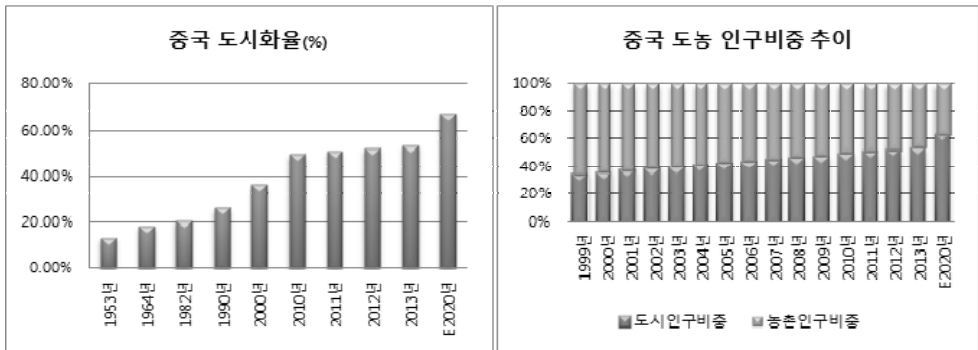
〈2013년 7월 국무원상무회의에서 에너지절약 및 환경보호산업 발전에 지지하며 관련 정책〉

| 내 용                                       | 목 표                              |
|---|----------------------------------|
| 에너지절약 및 환경보호와 재생품 소비 촉진                   | 2015년까지 고효율 에너지제품시장 점유율 50%이상 선점 |
| 산업기술장비수준 업그레이드(에너지절약 기술장비, 환경오염처리기술 장비 등) | 에너지관리계약 등 에너지절약 및 환경보호 서비스업의 발전  |
| 에너지절약 및 환경보호 중점공정건설 가속화                   | 하수관 등 도시환경기초시설 개선 및 녹색건설 추진      |
| 이로운 시장과 정책환경 조성                           | 가격, 요금, 토지정책 개선                  |
| 중앙정부예산 내 투자와 에너지절약 및 배출감소항목의 지원금 확대       |                                  |

중앙정부예산 내 투자와 에너지절약 및 배출감소항목의 지원금 확대

중국정부는 세금지원정책으로 에너지절약 및 환경보호관련 프로젝트를 진행하는 기업들에게 1-3년까지의 매출액에 대해 세금을 면제해주고 4-6년까지 세금을 반만 납입하면 되는 정책을 통해 환경보호 에너지절약 사업을 지원하고 있으며 이로 인해 해당 기업들은 매년 20%의 이익실현이 가능하다고 한다.

2) 도시화 시각으로 바라본 건축시장



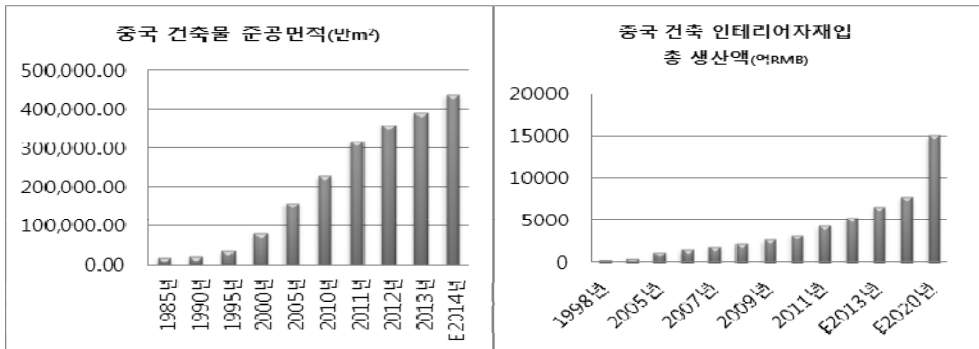
Source: 중국 국가통계국(中国国家统计局)

① 중국 도시화율은 1953-2013년 13.30%에서 53.40%까지 연평균 2%의 성장률 기록

중국은 현재 건축물 에너지 효율은 겨우 4%정도에 해당하고, 단위건축면적 난방 에너지 소모는 선진국 신축건물의 3배 이상이다. NDRC가 발표한 《녹색 건축행동방안》에 따라, 2015년까지 신축녹색건물 면적은 10억㎡까지, 공공건물과 공공기관 사무빌딩의 에너지 절약 개선 면적은 1.2억㎡까지 확대하여 2020년 말까지 북부 난방지역 개조가 필요한 도시 주거건물 에너지절약 개조작업을 완성할 것으로 보인다. 향후 에너지절약의 중점영역은 공공건물, 도시주택 및 농촌지역에 집중될 것으로 보인다.

② 중국의 도시인구 비중은 2011년 51.27%까지 오르면서 최초로 농촌인구 비중 초과

이는 농민사회중심의 중국이 도시사회로의 탈바꿈하는 과정이 본격적으로 시작되었다는 의미로 볼 수 있다. 수많은 인구의 도시진입으로 중국정부는 각종 정책을 펼쳐 사회보장제도 및 취업난 해결방안을 구체적으로 내놓는 등 중국의 도시사회형성에 대비해야 한다. 이에 따른 도시 각종 인프라 및 건물, 주택수요가 증가할 것으로 보여 건설업, 구체적으로 에너지절약 및 환경보호정책을 지지하는 중국에서 친환경소재의 성장률이 기대된다.



Source: 중국 국가통계국(中国国家统计局)(건축물 준공면적이란 보고기간 내에 설계요구에 따라 완공되어 입주 가능한 조건에 달해 검수완료 또는 검수표준에 부합하여 정식으로 입주가 가능한 건축물 면적을 뜻함)

③ 건축물 준공면적은 1985-2013년 17,072.70만m<sup>2</sup>에서 389,244.93만m<sup>2</sup>으로 연평균 12%씩 성장

2014년 건축물 준공면적은 435,954.3216만m<sup>2</sup>까지 전망되며 향후 도시화율 상승효과로 더 높은 수치를 기록할 것으로 보인다. 또한 2013년 건축물 착공면적은 1,129,967.69만m<sup>2</sup>로 준공면적 대비 연평균 246.58% 높아 새로 착공하는 건축물에 투입되는 친환경 건자재의 수요가 증가할 것으로 보인다. 여기에 한국기준 준공 10~15년이 지난 건물에는 낙후건물에 속해 인테리어 작업이 적합한 것으로 집계되기 때문에 중국도 마찬가지로 10~15년 전 완공된 건물의 인테리어 시장규모도 기대된다.

④ 건축 인테리어자재업 총 생산액은 1998-2012년 309.45억RMB에서 5,310.19억RMB로 연평균 23%씩 성장

중국의 면적은 약 96억m<sup>2</sup>로 한국의 약 97배에 해당하는 규모이다. 준공 10~15년이 지난 건물이 인테리어 대상이라고 가정할 때(한국 기준), 2000년 중국 부동산개발기업 준공 주택수만 약 214만 가구이다. 이 중 10%인 21만가구만 창호를 교체해도 평균 교체비 1만RMB라고 하면 총 21억RMB규모의 시장이 형성된다. 향후 도시화 진행과정 중에 필요한 건물들도 에너지절약 및 환경보호 정책의 영향을 받아 친환경 건자재 시장전망은 막대할 것으로 보인다.



## 2. 중-한 친환경 건축자재 기업분석

### 1) 중국 하이뤄구조재

안후이하이뤄그룹(安徽海螺集团)은 1996년 9월에 설립됐으며, 시멘트, 화학건  
 자재, 환경보호, 장비제조, 무역유통, 호텔, 요식업 등의 영역을 다루고 있고  
 140여개의 자회사를 20개의 성(省), 시(市), 자치구(自治区) 및 인도네시아 등에  
 보유하고 있다. 총 자산은 약 969억RMB이며, 하이뤄시멘트(海螺水泥, 600585.SH)  
 와 하이뤄구조재(海螺型材, 000619.SZ)는 각각 상하이증권거래소A주+H주와 선  
 전증권거래소A주에 상장돼있다.

| 하이뤄구조재 주요 재무재표(단위: 만 RMB) <sup>㉠</sup> |                         |                         |                         | 하이뤄시멘트 주요 재무재표(단위: 만 RMB) <sup>㉡</sup> |                           |                           |                           |
|--|-------------------------|-------------------------|-------------------------|--|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 주재무정보 <sup>㉢</sup>                     | 2011 <sup>㉣</sup>       | 2012 <sup>㉤</sup>       | 2013 <sup>㉥</sup>       | 주재무정보 <sup>㉢</sup>                     | 2011 <sup>㉣</sup>         | 2012 <sup>㉤</sup>         | 2013 <sup>㉥</sup>         |
| 매출액 <sup>㉦</sup>                       | 407,304.46 <sup>㉧</sup> | 419,643.91 <sup>㉧</sup> | 405,265.47 <sup>㉧</sup> | 매출액 <sup>㉦</sup>                       | 4,865,380.00 <sup>㉧</sup> | 4,576,620.00 <sup>㉧</sup> | 5,526,170.00 <sup>㉧</sup> |
| 영업이익 <sup>㉨</sup>                      | 9,554.73 <sup>㉧</sup>   | 24,493.38 <sup>㉧</sup>  | 17,739.66 <sup>㉧</sup>  | 영업이익 <sup>㉨</sup>                      | 1,496,030.00 <sup>㉧</sup> | 701,580.00 <sup>㉧</sup>   | 1,174,270.00 <sup>㉧</sup> |
| 영업이익률(%) <sup>㉩</sup>                  | 2.35 <sup>㉧</sup>       | 5.84 <sup>㉧</sup>       | 4.38 <sup>㉧</sup>       | 영업이익률(%) <sup>㉩</sup>                  | 30.75 <sup>㉧</sup>        | 15.33 <sup>㉧</sup>        | 21.25 <sup>㉧</sup>        |
| 당기 순이익 <sup>㉪</sup>                    | 8,933.07 <sup>㉧</sup>   | 20,166.52 <sup>㉧</sup>  | 11,689.06 <sup>㉧</sup>  | 당기 순이익 <sup>㉪</sup>                    | 1,182,430.00 <sup>㉧</sup> | 646,223.00 <sup>㉧</sup>   | 981,145.00 <sup>㉧</sup>   |
| 순이익률(%) <sup>㉫</sup>                   | 2.19 <sup>㉧</sup>       | 4.81 <sup>㉧</sup>       | 2.88 <sup>㉧</sup>       | 순이익률(%) <sup>㉫</sup>                   | 24.30 <sup>㉧</sup>        | 14.12 <sup>㉧</sup>        | 17.75 <sup>㉧</sup>        |
| 자산총계 <sup>㉬</sup>                      | 405,813.45 <sup>㉧</sup> | 448,768.68 <sup>㉧</sup> | 434,575.26 <sup>㉧</sup> | 자산총계 <sup>㉬</sup>                      | 8,400,340.00 <sup>㉧</sup> | 8,752,350.00 <sup>㉧</sup> | 9,309,450.00 <sup>㉧</sup> |
| 부채총계 <sup>㉭</sup>                      | 183,292.35 <sup>㉧</sup> | 205,247.38 <sup>㉧</sup> | 179,909.73 <sup>㉧</sup> | 부채총계 <sup>㉭</sup>                      | 3,716,170.00 <sup>㉧</sup> | 3,634,740.00 <sup>㉧</sup> | 3,432,930.00 <sup>㉧</sup> |

Source: 중국 신량망(新浪网)

하이뤄구조재(海螺型材 000619.SZ)는 에너지 절약형 건축자재 업체로, 중고  
 급 플라스틱 구조재, 판재, 창호의 생산과 판매 및 연구기술 개발하는 업체다.  
 PVC창호형 구조재, 컬러형 구조재 등 인테리어 구조재가 주력 상품이며 세계  
 업계에서 품종이 가장 많은 기업이다. 2010년 생산판매량은 중국은 물론 세계  
 플라스틱 구조재 업종에서 1위를 기록하였으며 생산능력은 60만t으로 세계적인  
 규모다. 중국에서 최초로 플라스틱 구조재 기업으로 상장했으며 중국과학기술  
 부가 선정한 중점 하이테크놀로지 기업이다. 하이뤄구조재는 선전증권거래소에  
 상장한 기업으로서, 2015년 개시될深港通(深港通)의 수혜주로 전망된다.

형제기업인 하이뤄시멘트의 재무재표를 참고해보면 매출액 수치로 이미 하이  
 뤼구조재의 10배 이상을 기록하고 있다. 시멘트 동종업계에서 1위를 유지하고  
 있는 가운데 같은 건축자재 업종으로써 향후 경영노하우 등으로 꾸준히 성장할  
 것으로 보인다.

## 2) 한국 LG하우시스

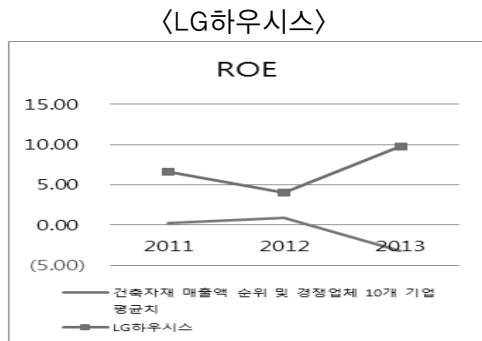
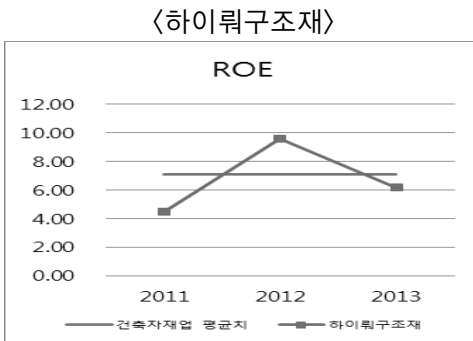
LG하우시스는 2009년 4월 LG화학의 산업재사업부문이 분할되어 새롭게 출범한 건축자재 및 소재부품 기업이다. 건축자재와 고기능 소재 및 부품으로 구성되어 있으며 PVC창호, 판유리, 바닥재 등의 건축자재와 고광택시트, 데코시트, 자동차 부품 등의 소재 및 부품이 있다. 총 매출구성은 건축자재가 60.34%, 소재는 38.08%, 기타 1.58%로 건축자재가 주력상품이다.

| 하이뤼구조재 주요 재무재표(단위: 억원) |        |        |        | LG하우시스 주요 재무재표(단위: 억원) |           |           |           |
|------------------------|--------|--------|--------|------------------------|-----------|-----------|-----------|
| 주재무정보                  | 2011   | 2012   | 2013   | 주재무정보                  | 2011      | 2012      | 2013      |
| 매출액                    | 719.83 | 741.64 | 716.23 | 매출액                    | 24,454.00 | 24,511.00 | 26,770.00 |
| 영업이익                   | 16.89  | 43.29  | 31.35  | 영업이익                   | 712.00    | 566.00    | 1,146.00  |
| 영업이익률(%)               | 2.35   | 5.84   | 4.38   | 영업이익률(%)               | 2.91      | 2.31      | 4.28      |
| 당기 순이익                 | 15.79  | 35.64  | 20.66  | 당기 순이익                 | 463.00    | 285.00    | 723.00    |
| 순이익률(%)                | 2.19   | 4.81   | 2.88   | 순이익률(%)                | 1.89      | 1.16      | 2.70      |
| 자산총계                   | 717.19 | 793.11 | 768.02 | 자산총계                   | 19,425.00 | 17,780.00 | 19,521.00 |
| 부채총계                   | 323.93 | 362.73 | 317.95 | 부채총계                   | 12,202.00 | 10,515.00 | 11,691.00 |

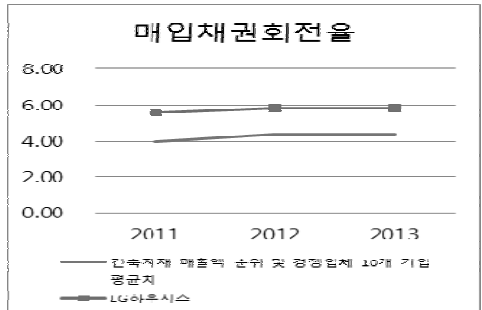
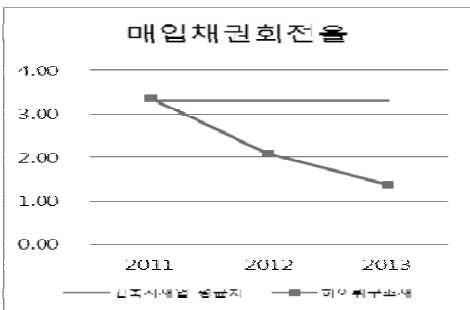
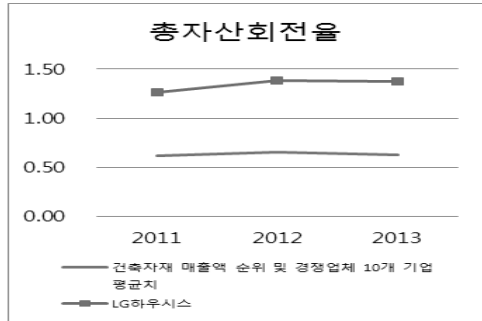
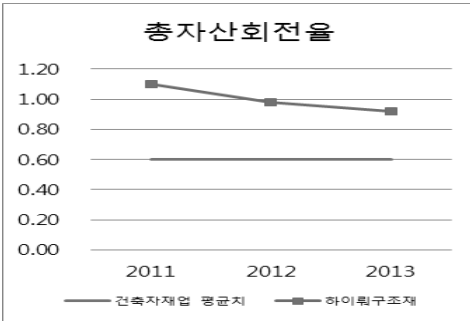
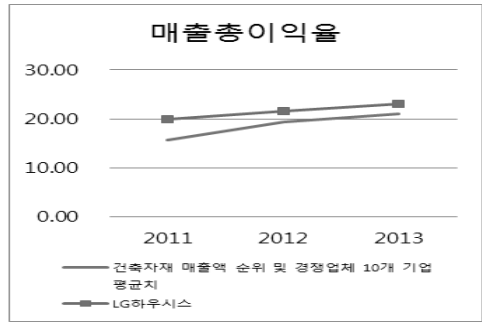
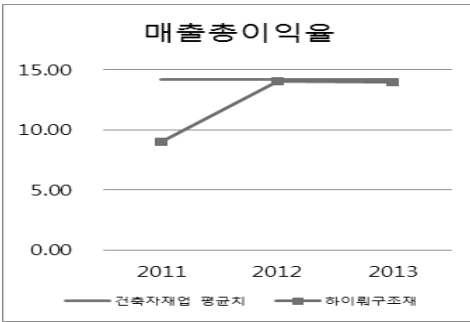
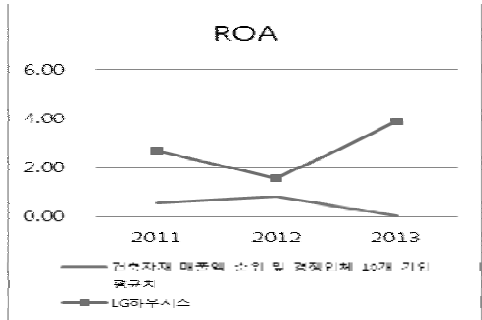
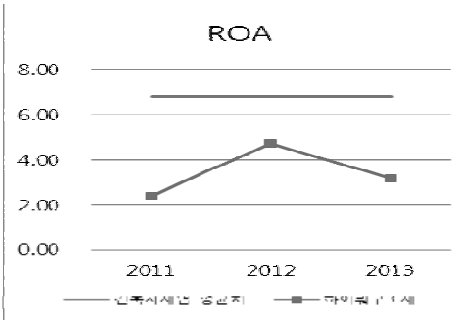
Source: 네이버 금융, \*하이뤼구조재 재무재표는 2015년 1월 6일 기준환율(176.73)로 환산한 수치

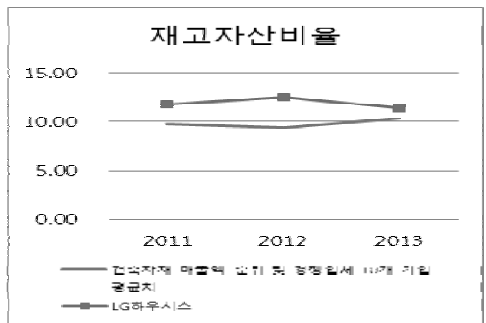
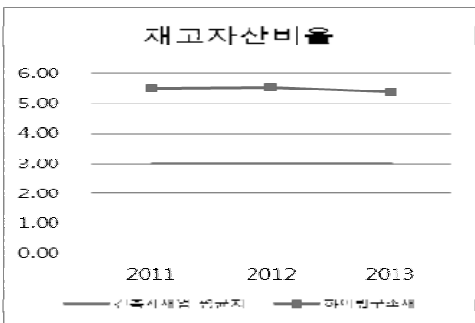
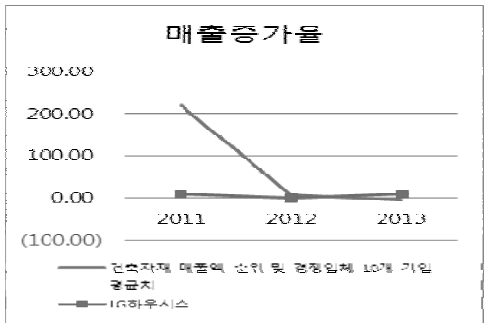
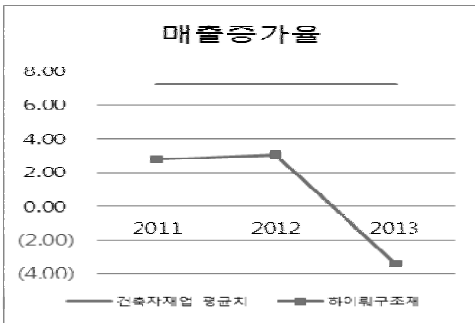
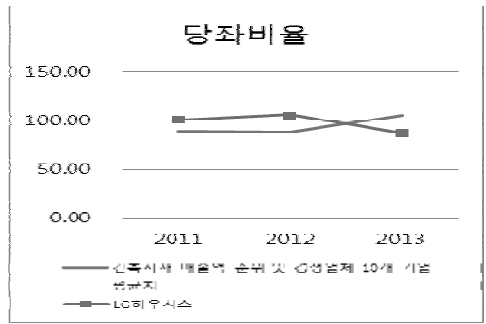
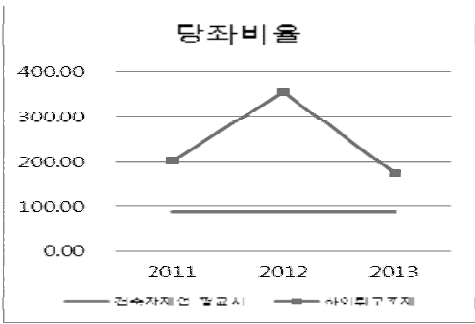
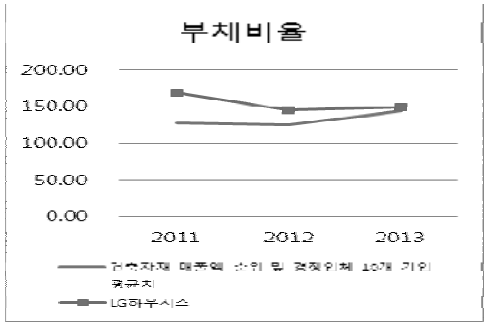
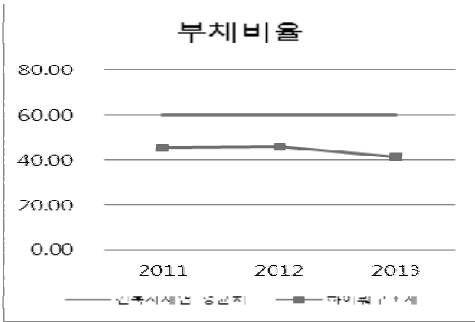
LG하우시스는 국내에서 친환경 전자재기업으로 KCC와 선두를 달리고 있는 기업이다. LG하우시스를 선택한 이유는 시멘트를 포함한 창호, 바닥재 등을 다루고 있는 KCC와는 다르게 PVC창호, 바닥재, 단열재 등 친환경에 주력을 기울이고 있다는 점과 중국에 진출하여 국내기업 최초로 중국 친환경 건축자재 10대 기업에 선정되는 등의 중국 시장 점유율을 올리고 있는 강점이 있기 때문이다.

## 3) 재무비교



21. 중국 친환경 건축자재 시장 및 기업분석





\* (건설자재업 평균치는 중국 건설자재업종의 총 평균치, 건설자재 매출액 순위 및 경쟁업체 10개 기업 평균치는 LG하우시스, KCC, 한일시멘트, 쌍용양회, 아세아시멘트, 동화기업, 동양시멘트, 성신양회, 벽산, 노루페인트의 재무재표 평균치임)

2012년 유럽채무위기의 영향을 받아 중국 경제수치는 반락하였지만 중국정부는 부동산 조절정책을 지지하는 동시에 보장형 주택건설을 추진하였는데, 이때, 하이뤄구조재는 그 기회를 잡아 유통망을 넓히며 투자 및 시장을 장악해가면서 좋은 성과를 거뒀다. 또한, 화학공업원료가격이 하락하는 틈을 타, 유통구조 개선하고 제품원가를 더 낮추게 되면서 영업이익이 상승하였다. 2013년 시장경쟁 심화 및 정부보조가 줄어들면서 매출증가율이 전년대비 하락하였다.

현재 중국 PVC가격이 지속적으로 하회하고 있는 상황에서 지속적인 투자로 생산능력 증대 및 유통망을 확대하고 있는 점을 비롯하여 정부의 도시화와 같은 각종 에너지 정책들을 미루어 볼 때, 향후 후강통을 이어 선강통의 수혜주로 전망된다.



## 편집후기

지난 2014년을 회고해보면 한중금융시장 역사의 가장 기록적인 한해가 될 것 같다. 평소 중국금융당국의 돌다리도 두드려보고 건너는 방식에 익숙해있던 터라, 지난해 초 2014년 회보를 발간할 때만 해도 먼 미래의 일로 예상했던 것들이 한꺼번에 일어났다. 연초부터 위안화예금상품이 심상찮게 러시를 이루다가 RQFII 800억위안 쿼터배정 발표, 원-위안화 직거래 및 청산은행 설치와 11월에 후강통시대의 개막에 이르기까지 그야말로 빅뱅에 가까운 변화가 한중 자본시장간에 일어난 것이다.

덩달아서 마치 호떡집에 불이 난 것처럼 증자연 멤버들의 활동도 두드러진 것 같다. 정부의 원-위안화시장 개설 TF의 각반에 여러 회원들이 ‘준비된’ 전문가로 참여하여 빠른 솔루션을 제공할 수 있었고, 다양한 정책 토론회의 단골 연사로, 후강통 수혜주의 안내자로 활약하는 모습을 볼 수 있었다. 적어도 자본시장 분야에서는 조금은 축적된 인력풀이 있었고 부족하지만 머리를 맞대고 고민하는데 역할을 할 수 있었다는데 자부심을 가져본다.

2015년은 증자연이 출범한지 횡수로 7년차가 된다. 처음 시작할 때는 중국자본시장 개방을 대비해서 철저히 실사구시형의 접근을 해보고자 작은 연구모임으로 시작했는데 지금은 크게 성장한 것 같다. 지난해에는 언론매체에도 증자연의 모습이 몇 차례 소개되기도 하고, 일종의 지속성을 가진 연구모임으로 자리매김 되어 가고 있다.

늘 그랬던 것처럼 매월 열린 조찬세미나는 평균 참가인원이 30명에 가까워서 세미나를 마치고 별도의 커피타임을 가지는 것이 정례화될 지경이었고, RQFII의 궁금중 해소를 위해 8월에 바로 협회 회원사를 대상으로 세미오픈세미나를 적기에 가질 수 있었다. 지난 연말에는 유재훈 회장님을 비롯하여 서울에서 20

명 가까운 회원들이 북경소재 금융투자회사 대표처와 북경현지세미나를 개최하였다. 당시 세미나 과정에서 중관촌관리위원회, 중국은행간시장거래상협회, 중국증협 등을 방문 하면서 향후 현지 교류 확대의 필요성과 자신감을 확인한 것은 큰 성과라고 할 수 있다.

그러나, 또 한해를 돌아보고 연구 내지 활동 성과를 취합하고 올해를 예측해보면서 여전히 목마름을 느낀다. 중국의 성장속도에 비견할 것까지는 아니라도 늘 부족하고 아쉽고 역량이 못 미친다. 다만 그래도 위로가 된다면, 중자연이 그 자리에 머물지 않고 변화를 추구하고 Keep Going! 하고 있다는 것이다.

이번 2015년 회보는 RQFII 개설과 위안화역외금융, 후강통 등 핫이슈에 대한 분석과 해설의 분량이 많아졌고, 특히 조용준 센터장이 주관하여 중자연 주니어 멤버들이 함께 리서치위원회를 구성하여 중국주요산업과 종목에 대해 분석하고 발표하였던 부분들을 부록으로 게재하였다. 종목까지 게재해야할지를 많이 고민하였지만 실사구시를 표방하고 또 추천종목의 성격이 아닌 연구자적 관점이라는 점을 이해를 구한다.

이렇게 중자연이 통련할 수 있는 것은 회원들의 끊임없는 자발적인 지식기부뿐 아니라 협회의 강력한 서포트가 있었기 때문이라고 생각한다. 협회 회원사의 중국진출 및 교류에 도움이 될수 있도록 늘 중심을 잃지 않으면서, 또한 회원들의 지식 충전과 새로운 확장과 조화를 이루려고 애를 썼지만, 흑간 지나치거나 부족한 부분이 있는 점은 이해를 구한다.

이번 회보 발간에 애를 써준 협회 조사연구실 임병태 과장, 정연경 주임과 대외경제무역대 금융학과 4학년에 재학중인 김소정, 김정아씨에게 감사드립니다.

(임병익 대표간사 / 금융투자협회 조사연구실장)



## 2015년 중국자본시장연구

---

발행일 : 2015년 2월

발행처 : 금융투자협회 중국자본시장연구회

전 화 : (02) 2003-9256

팩 스 : (02) 2003-9179

주 소 : 서울특별시 영등포구 의사당대로 143

(금융투자협회 조사연구실)

이메일 : chinadesk@kofia.or.kr

인터넷카페 : <http://cafe.naver.com/chinacapitalmarket>

ISBN : 978-89-6050-428-8 93320

---

〈비매품〉

본 책자는 금융투자협회 회원사의 중국진출 지원을 위해 제작되었습니다.  
본 책자의 내용은 회원들의 개인적 견해이며 금융투자협회와 중국자본시장연구회의 공식 의견이 아님을 밝혀둡니다.  
이 책에 수록된 내용은 발행처의 허가 없이 무단 전재와 복제를 할 수 없습니다.