

**중국경제의 하반기 전망과
주요 현안 점검**

2015. 7

북경사무소



I. 최근 중국경제 상황	1
1. 실물경제	
2. 금융·외환시장	
II. 2015년 하반기 경제전망	4
1. 실물경제	
2. 통화정책방향	
III. 주요 현안 점검	8
1. 최근 실물부문의 재고조정 동향과 전망	
2. 디레버리징(delveraging) 현황과 평가	
3. 미 금리인상에 따른 중국경제 파급영향	

【 요약 】

- ◆ 2015년 하반기 중국경제는 재고조정(destocking), 디레버리징(deleveraging) 등이 하방압력으로 작용하겠으나 경기안정화대책의 효과가 가시화되고 성장방식 전환을 위한 구조개선정책이 본격적으로 시행되면서 **성장률이 상반기(6.8~7.0%)보다 다소 높은 6.9~7.1% 수준을 보일 전망***

* 연간으로는 6.8~7.1% 성장하여 중국정부의 성장목표(7.0% 내외)에 대체로 부합할 것으로 예상

- **소비자물가 상승률**은 식품물가 상승, 원자재가격의 점진적 인상 등의 영향으로 상반기(1.3%)보다 높은 **1.7% 내외**를 기록할 것으로 보임(연간 1.4%)
- **통화정책**은 안정적 성장과 경제구조조정 촉진을 목표로 다양한 정책 수단을 활용하여 **보다 신축적인 대응**이 이어지면서 **완화적 통화상황**이 지속될 전망
- ◆ 최근 중국경제의 **주요 현안**으로 **실물부문의 재고조정, 디레버리징**(채무부담 축소) 압력, **미국 금리인상**에 따른 **과급영향** 등이 거론
 - **(재고조정)** 완제품 재고증가율이 크게 둔화되는 가운데 공업기업의 재고 일수 증가, 재고/판매비율 상승, 제품출하가격 하락 등을 감안할 때 재고 조정 압력이 상당
 - 다만 新실크로드 전략 등과 같은 공급과잉 해결을 위한 노력이 강화되고 부동산시장도 실수요 증가 등으로 안정세를 보이고 있어 경기부담요인으로서의 강도는 상반기보다 다소 완화될 전망
 - **(디레버리징)** 일부 기업(과잉설비업종, 부동산업, 국유기업) 및 지방정부를 중심으로 디레버리징 압력이 상당한 가운데 인구보너스 소멸 등에 따른 잠재성장률 하락 등이 겹치면서 경기하방압력이 상당기간 지속될 것으로 예상
 - **(미국 금리인상)** 미 연준의 금리인상 시 중국내 외국인자금 유출이 확대 될 것으로 보이나 대규모 자본유출에 따른 금융불안 가능성은 작은 것으로 예상되며 실물경제도 대체로 안정적 모습을 유지할 전망

I. 최근 중국경제 상황

1. 실물경제

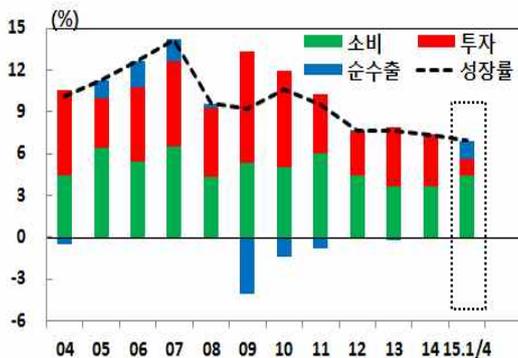
□ (실물경기) 중국경제는 대·내외수요가 부진한 가운데 재고조정(destocking), 디레버리징(deleveraging)* 등으로 성장률 둔화세가 지속**

* 자세한 내용은 주요 현안 점검의 <최근 실물부문의 재고조정 동향과 전망> 및 <디레버리징 현황과 평가>를 참조

** 2008~11년 9.7% → 2012~13년 7.7% → 2014년 7.4% → 15.1/4 7.0%

- 고정투자 : 제조업 및 부동산개발 투자가 공급 과잉, 판매가격 하락 등으로 크게 둔화되면서 지난해에 비해 증가세가 하락(14년 15.7% → 15년 1~5월 11.4%)
- 소매판매 : 외식업판매가 지난해보다 확대되었으나 상품판매가 부진하면서 증가폭이 축소(12.0% → 10.4%)
 - 한편 1/4분기 소비의 성장기여도(4.5%p)는 고정투자(1.2%p)를 크게 상회
- 수출 : 해외수요 부진, 실질실효환율 절상(14년 평균 119 → 15년 1~5월 130) 등으로 증가세가 크게 둔화(6.0% → 0.7%)
 - 다만 수입증가율이 국제원자재가격 급락, 내수 부진 등의 영향으로 큰 폭 하락(0.5% → -17.3%)하면서, 1/4분기 순수출의 성장기여도가 대폭 증가(14년 0.1%p → 15.1/4분기 1.3%p)

GDP성장률과 주요 실물지표



자료: 국가통계국, CEIC

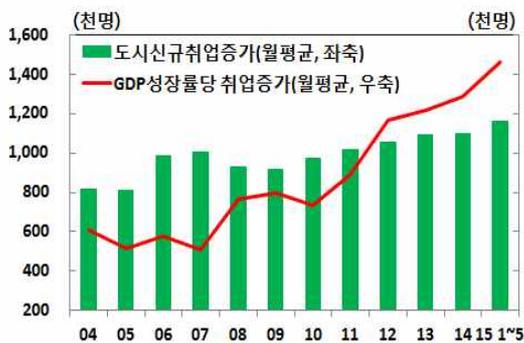
	'12~'13	'14(A)	'15 1-5월B	B-A
실질GDP ¹⁾	7.7	7.4	7.0	-0.4
고정투자 ²⁾	20.1	15.7	11.4	-4.3
소매판매 ³⁾	13.7	12.0	10.4	-1.6
수출 ⁴⁾	7.9	6.0	0.7	-5.3
수입 ⁴⁾	5.8	0.5	-17.3	-17.8

주 : 1) 2015년은 1/4분기
 2) 명목기준 3) 누계기준 4) 통관기준

□ (고용 사정) 경제성장률 둔화에도 불구하고 신규취업자수 등 고용지표는 견조한 모습을 지속

- 1~5월 중 신규취업자수(도시)가 581만명으로 지난해 같은 기간(607만명)에 비해 소폭 둔화되었으나 월평균 116만명 수준으로 연간 목표치(1,000만명) 달성이 무난할 전망
- 1/4분기 중 실업률(도시)은 4.05%로 지난해 4/4분기(4.09%)보다 소폭 하락 하였으며, 구인배율(구인/구직)은 1.12배(기준치 1.0배)로 노동시장의 수요 우위 기조가 지속

도시 신규취업자수 증가



구인배율 및 도시실업률

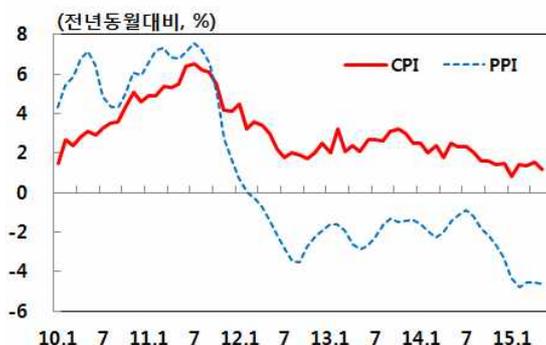


자료: 인력자원사회보장부, 국가통계국

□ (물가 및 부동산) 소비자물가 상승률은 수요압력이 크지 않고 국제원자재 가격이 안정세를 유지함에 따라 최근 1%대 초반까지 둔화되었으며 생산자 물가는 2012.3월 이후 39개월 연속 하락세

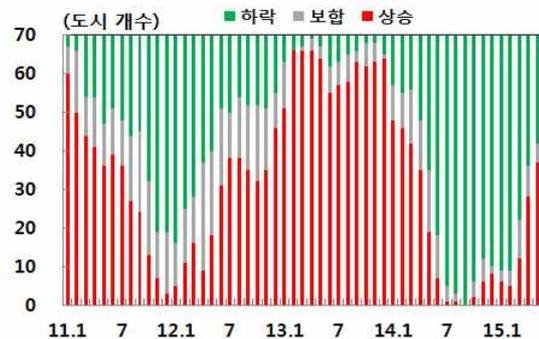
- 4월 들어 주택가격(70개 도시 단순평균, 전월대비)은 지난해 5월 이후 처음으로 상승으로 전환하였으며 5월에는 주요 70개 도시 중 상승 도시의 수(37개)가 하락 도시의 수(28개)를 초과

CPI 및 PPI



자료: 국가통계국

주택가격 변동(전월대비) 도시의 수



자료: 국가통계국

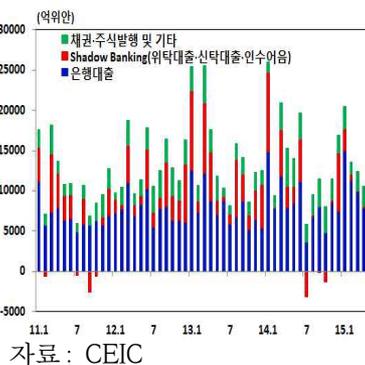
2. 금융·외환시장

- **(통화량)** 5월말 M2증가율은 해외부문 유동성 공급 감소, 그림자금융 위축 지속 등으로 10.8%로 둔화되면서 전년말(12.2%) 및 연간 목표치(12%)를 하회
 - 1~5월중 사회용자총액 증가액도 6.9조위안으로 전년동기 수준(8.5조위안)을 하회

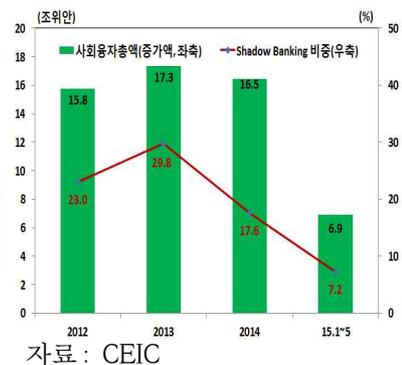
M2증가율 및 위안화 신규대출



사회용자총액(부문별) 증감

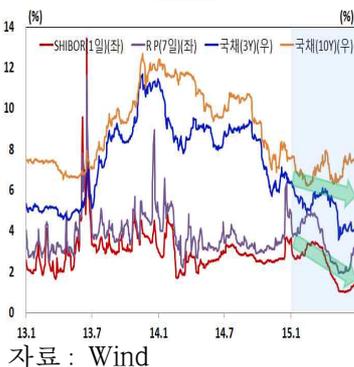


사회용자총액과 그림자금융

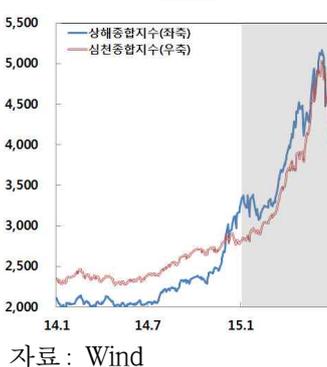


- **(주요 가격변수)** 인민은행의 기준금리 인하 등으로 완화적 통화상황이 지속 되면서 시장금리는 하향 안정세를 보이고 있고 주가는 크게 상승후 급락 전환
 - 금리: 기준금리 및 지준율 인하(상반기중 각각 3회) 등으로 여유로운 유동성 상황이 지속되면서 장단기금리가 하향 안정세를 보인 가운데 RP매입 금리 대폭 인하(7일물: 4.10% → 2.50%)에 힘입어 단기금리가 더욱 하락
 - 주가: 완화적인 통화상황과 양회 이후 신성장전략 발표 등으로 증시자금 유입이 크게 증가하며 급등하였으나 6월 중순이후 신용거래규제 등으로 투자심리가 악화되며 급락 전환(상해 1.2~6.12일 59.7% → 6.15~30일 -17.2%)
 - 위안화: 경기부진, 자본유출 우려 등으로 2월까지 약세를 보였으나 위안화 국제화 가속화 등에 힘입어 달러당 6.20 내외에서 안정세(상반기중 0.05% 절상)

금리



주가



위안화 대미달러 환율



II. 2015년 하반기 경제전망

1. 실물경제

- (GDP 성장률) 전망기관들은 하반기 성장률이 상반기(6.8~7.0%)보다 다소 높은 6.9~7.1% 수준을 보일 것으로 전망*

* 중국내 증권회사, 중국인민은행, 사회과학원 및 국제IB, IMF, OECD, 세계은행 등

- 이는 중국정부의 경기안정화대책 효과가 가시화되고 성장방식 전환을 위한 구조개선정책(结构性政策)이 본격적으로 시행되면서 SOC투자가 증가세를 지속하는 가운데 서비스업 등 신성장산업의 발전속도가 가속화되는데 기인

- 재정·통화정책의 신속적 운용 : GDP대비 재정적자 비율을 지난해 2.1%에서 금년 중 3.2%*로 확대·운용하고, 지방정부의 채무전환 프로그램 등을 통해 지방정부의 안정적 자금조달 경로가 마련되는 한편 지난해 11월 이후 기준금리 및 지급준비율 인하가 시차를 두고 파급**

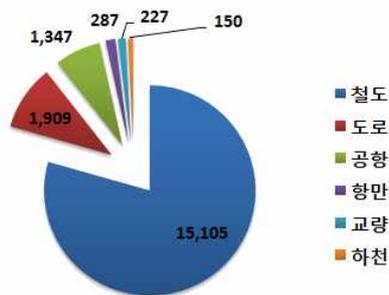
* 정부목표 1.6조위안에 금년 중 사용가능한 재정부채 0.6조위안을 포함(中信証券)

** 인민은행에 따르면 기준금리 인하는 5~9개월의 시차를 두고 성장률에 영향

- 구조개선정책 : SOC투자에 대한 중국정부의 승인*이 이어지는 가운데 3월 全人大 이후 新실크로드 전략**, 중국제조 2025***, 인터넷+**** 등 핵심발전전략에 대한 구체적 추진계획이 발표됨에 따라 관련 산업 및 이를 기반으로 하는 새로운 성장산업의 기여도가 보다 확대될 전망

* 국가발전개혁위원회(7.1일 현재)는 지난해 10월 이후 철도(38건), 도로(15건), 공항(21건), 항만(5건), 하천(4건), 교량(4건) 등에 대한 1.9조위안의 투자계획을 승인

최근 승인된 SOC투자계획



(단위: 억위안)

자료: NDRC

주요 구조개선정책 발표

일자	발표내용
3.28일	新실크로드(一帶一路)
4.16일	수질오염방지 행동계획
5.19일	중국제조 2025
6.25일	인터넷+

** 장비제조업·건설업 등의 수출시장 확보, 과잉설비·공급(철강·화학·시멘트 등) 해소, 서부지역 경제발전 등에 기여

*** 2025년까지 제조업 강국대열(독일, 일본)에 진입하기 위해 차세대IT산업, 첨단 CNC 공작기계 및 로봇, 항공·우주 장비, 해양공정 장비 및 고기술 선박, 선진 철도설비, 전력 장비, 신에너지 자동차, 신소재, 바이오 의약·고성능 의료기기, 농업기계장비 등을 중점 육성

**** 인터넷 기술(모바일인터넷, 빅데이터 등)을 기존산업과 융합시켜 기존산업의 효율과 경쟁력을 제고하는 한편 신흥산업을 육성하기 위한 전략으로 11개 중점 분야(제조업, 금융, 공공서비스, 물류, 전자상거래, 인공지능 등)를 중심으로 인터넷과의 융합사업을 추진

○ **향후 성장경로**에 있어서는 세계경제 성장세, 부동산투자 회복, 디레버리징 등이 불확실성 요인으로 작용하겠으며 **하방리스크가 다소 우세할** 것으로 예상

■ 다만 경제성장에 과급효과가 큰 부동산투자의 최근 주택판매 증가율 및 주택가격 회복세 등을 감안하여 하반기에는 전기대비 비교적 양호한 모습을 보일 것이라는 기대가 강화

○ **연간으로는 6.8~7.1% 성장하여 정부목표(7.0% 내외)에 대체로 부합할** 것으로 예상

■ 인민은행이 비공식 발표한 연간 경제전망 수정*에 따르면 7.0%로 예상되었으며 세계은행(7.1%)은 7% 상회할, IMF·OECD(6.8%)는 7% 하회할 전망

* 자세한 내용은 ‘<참고 1> 중국인민은행의 경제전망 수정’ 참조

□ **(CPI 상승률)** 엘니뇨현상 등에 따른 식품물가 상승, 정부의 요소가격 자유화, 국제유가의 점진적 인상 등으로 **하반기에는 상반기(1.3%)보다 높은 1.7% 내외를 기록할** 것으로 예상

○ 향후 물가경로에는 식품물가, 국제원자재가격 등이 상·하방 위험요인으로 작용하면서 불확실성 요인이 다소 클 것으로 전망

○ **연간으로는 1.5% 내외 상승하여 정부의 소비자물가 상승률 목표치(3.0%)에 상당폭 하회할** 것으로 예상

2. 통화정책방향

- 안정적 성장과 경제구조조정 촉진을 목표로 다양한 통화정책수단을 활용하여 보다 신속적인 대응이 이어지는 가운데 **완화적 통화상황이 지속될 전망**
 - 인민은행은 수 차례 총량 안정·구조 최적화 원칙하에 통화정책 완화·긴축 정도의 탄력적 조정을 통해 성장과 구조조정간의 균형 달성을 위한 중립적이고 적절한 통화금융상황 조성을 강조(6.28일 등)
 - 특히 사회융자비용 경감, 금융자원 배분의 최적화 및 실물지원기능 제고를 중점 강조하고 있어 공개시장조작금리 추가 인하, 담보부대출(PSL) 확대 등 다양한 정책도구를 활용한 다소 적극적 정책대응을 예상
- 시장참가자들은 대체로 안정적 성장을 위한 **완화적 정책스탠스 지속 전망**에 공감하면서도 그 정도에 있어서는 다소 차이를 보이는 모습
 - (관망적 입장) 정책효과를 높이기 위해서는 통화정책의 실물경제 파급경로 개선이 매우 중요하며 정책시차 등을 감안할 때 재정확대에 더욱 주력하면서 향후 경제지표 추이를 지켜볼 필요(中信證券, 國泰君安 등)
 - (지준을 인하) 예대기준금리 수준이 사상 최저 수준*인 데다 추가 인하효과가 크지 않은 반면 대외부문 통화공급 등을 감안할 때 여유로운 유동성 공급을 위한 지준을 추가 인하(150bp 정도) 등을 예상(中金公司, 交通銀行 등)
 - * 예금기준금리(1년물)는 현재 2.0%로 사상 최저치(02년 1.98%)에 근접하였으며 대출기준금리(1년물)는 현재 4.85%로 사상 최저치임
 - (지준을 및 기준금리 인하) 경제지표 둔화세가 지속되고 있는 데다 물가 상황을 감안할 때 지준을 인하 외에 실질금리 하락을 위한 추가적 기준금리 인하(25bp 정도)가 필요(民生證券, JP모건 등)
- 한편 인민은행은 금융시장 효율성 제고를 위한 **금리자유화 등 금융시장 개혁·개방을 더욱 가속화해 나갈 전망**
 - 금리자유화의 경우 예금보험제도 도입(5월) 등 제반 선결과제가 마무리 단계에 있어 **금년중 예금금리 상한 폐지 가능성**이 있으나 예금구조* 등을 감안할 때 1년 이하 예금의 경우 그 시기가 다소 지연될 가능성이 큼
 - * 인민은행에 따르면 15.5월말 현재 요구불예금 비중이 24.5%이며, 시장 전문가들은 1년 이하 예금 비중을 대체로 80% 수준으로 추정(中信證券, 申萬宏源)

<참고 1>

중국인민은행의 경제전망 수정*

* 인민은행은 지난해 12월과 동일하게 Working Paper(저자: Ma Jun 연구국 수석이코노미스트 등) 형식으로 수정된 거시경제전망을 발표(PBC Working Paper No.2015/9)

① 금년중 경제성장률은 지난해 12월 전망(7.1%)보다 소폭 낮은 7.0%를 나타낼 것으로 전망

○ 하향조정의 배경으로 글로벌 경제회복 미약·위안화 실질실효환율 상승에 따른 수출 부진, 예상보다 낮은 부동산투자 증가율, 부실채권 증가 및 과잉설비에 따른 은행의 대출 기피 및 기업의 신규투자 외면 등을 제시

○ 전기대비로는 하반기 성장률이 상반기를 상회할 것으로 예상*

* ① 통화·재정정책에 따른 정책효과 ② 주요선진국 경기 회복
③ 부동산판매가 4월 이후 플러스로 반전되면서 시차를 두고 부동산투자로 과급
④ 지방정부 채무전환(대출 → 채권) 등에 따른 SOC투자의 높은 성장세 지속

○ 성장경로의 불확실성 요인으로는 ① 세계경제의 회복속도 ② 신규투자 등에 따른 은행대출수요 개선정도 ③ 부동산투자 회복여부 등을 언급

		(%)				
		실질GDP	고정투자	소매판매	수출	수입
2014		7.4	15.7	12.0	6.0	0.5
2015	(중전)	7.1	12.8	12.2	6.9	5.1
	(금번)	7.0	12.6	10.7	2.5	-4.2

주: 고정투자, 소매판매, 수출, 수입의 증가율은 명목금액 기준이며, 수출입은 미달러화표시 통관기준

② 소비자물가 상승률은 지난해 12월 전망(2.2%)보다 낮은 1.4%로 전망

○ 연말연초 국제유가의 큰 폭 하락, 국내외 농산물가격의 지속적 둔화, 생산자물가 하락에 따른 과급효과 등에 기인

■ 다만 하반기에는 국제유가의 점진적 회복, 기준금리 및 지준율 인하 효과, 엘니뇨현상 등으로 상반기(1.3%)보다 상승률(1.5%)이 높아질 것으로 예상

○ 생산자물가 상승률도 12월 전망(-0.4%)보다 크게 낮은 -4.2%로 전망

③ 경상수지 흑자규모(GDP대비)는 지난해 12월 전망(2.4%)보다 확대된 2.9% 수준을 보일 전망

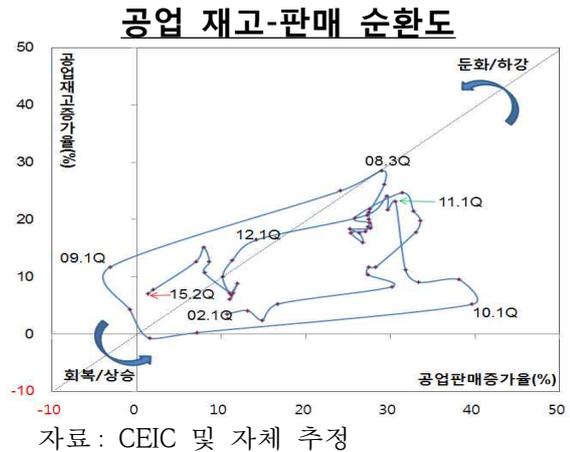
Ⅲ. 주요 현안 점검

1. 최근 실물부문의 재고조정 동향과 전망

① **(현황)** 중국은 구조적(투자·수출 주도형 성장 레짐) 및 경기순환적(글로벌 금융위기 이후 대규모 투자중심 경기부양) 요인 등 복합적 요인으로 공급과잉이 상당한 가운데 잠재성장률이 하락하면서 재고조정 압력이 점증

- 이에 따라 2011년 이후 재고증가율이 급격히 둔화되는 등 재고조정이 진행되고 있으며 재고-판매 순환도를 보면 판매증가율이 여전히 감소하고 있어 재고감소국면(회복기)*으로의 안정적 진입이 지연되고 있는 상황

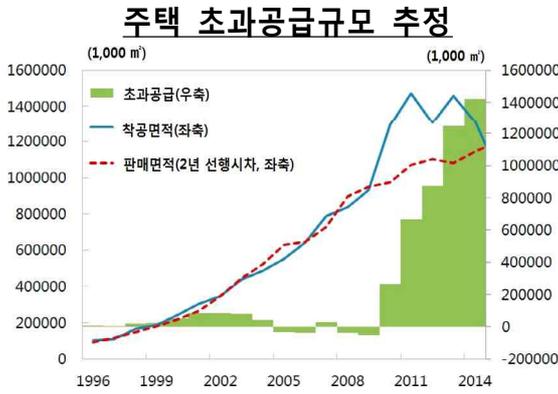
* 재고순환변동은 통상 2~6년 정도의 변동주기를 가지며 재고변동 국면은 ‘재고감소(수요 증가로 재고 감소, 출하 감소폭 둔화 또는 증가)→의도된 재고증가→재고누증→재고조정(수요 및 생산 위축으로 재고, 출하 모두 감소)’의 4개 국면으로 구분되며 현재는 재고조정국면에 해당



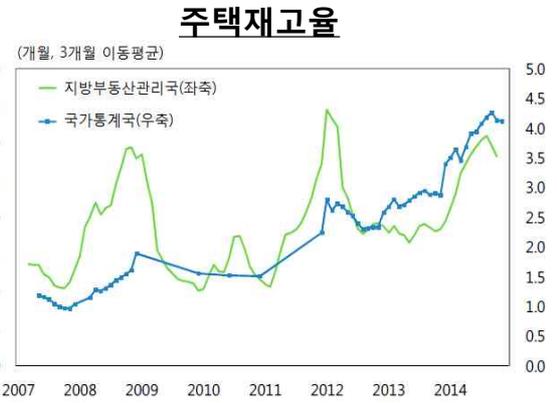
- 한편 부동산시장도 글로벌 금융위기 이후 대규모 경기부양 과정에서 지방정부의 토지재정 의존, 금융투자상품 부족에 따른 부동산투자 쏠림 등 복합적 요인으로 공급과잉이 누적되면서 재고부담이 크게 증가

■ IMF Chivakul · Lam et al.(2015)의 추정에 따르면 2010년 이후 과잉 공급의 누적 규모가 2013년 전체 공급규모와 비슷한 수준*

* 과잉공급 누적 면적이 2013년 공급면적과 비슷한 수준(약 14억㎡)으로 추정하였으며, 중국의 민간 부동산연구소(上海易居房地产研究院)는 35개 도시의 2014년말 재고량이 2.7억㎡로 2013년 공급규모(2.5억㎡)를 소폭 초과하고 있다고 분석



자료 : Chivakul · Lam et al.(2015.4)



자료 : Chivakul · Lam et al.(2015.4)

② (영향) 재고조정은 상품가격 하락, 기업 투자욕 약화 등을 야기하고 가동률 및 생산증가율 둔화를 초래하는 등 경기하방압력을 가중

재고 및 설비가동률 지수



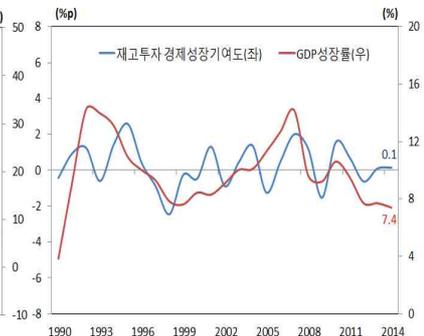
자료 : CEIC

생산증가율과 재고증가율



자료 : CEIC

GDP성장률과 재고투자 성장기여도

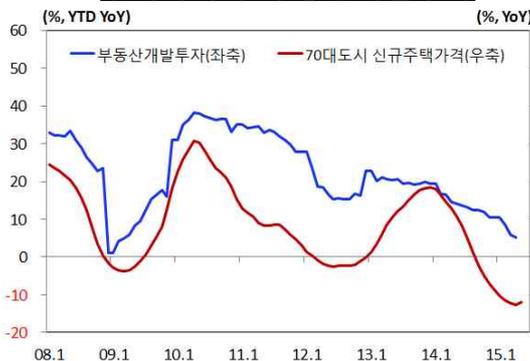


자료 : CEIC

○ 부동산시장도 가격하락 등으로 재고부담이 점증하고 부동산개발투자가 크게 둔화되면서 실물경제의 하방압력이 가속*

* 부동산투자 10% 감소는 실질GDP를 1% 하락(인민은행, IMF)시킬 뿐만 아니라 간접경로를 통해서도 성장률 둔화를 초래(인민은행 산업연관분석에 따르면 실질 GDP를 추가로 1% 하락시킴)

주택가격과 부동산개발투자



자료 : CEIC

부동산 등 주요 투자지표



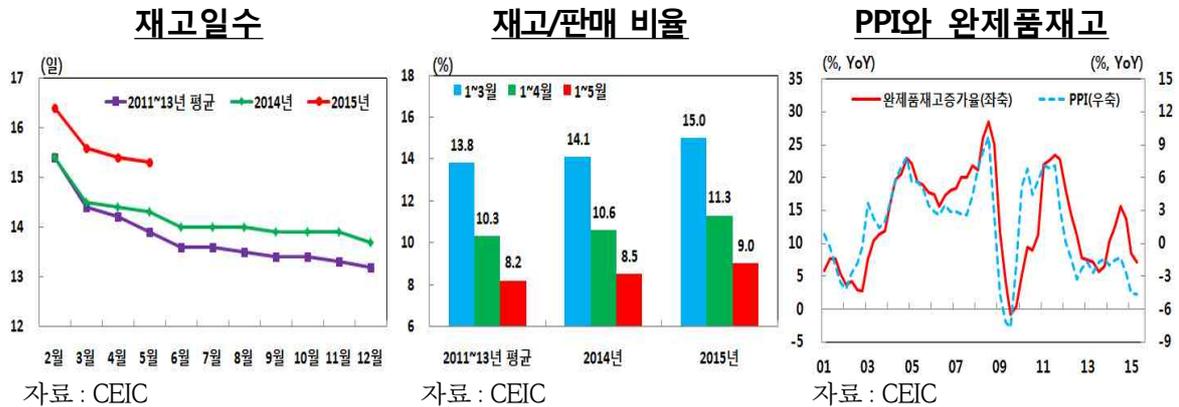
자료 : CEIC

③ (평가 및 전망) 지난해 9월 이후 경기 부진과 원자재가격 급락 등으로 완제품 재고증가율이 크게 둔화되는 가운데 공업기업의 재고일수 증가, 재고/판매비율 상승, 제품출하가격 하락 등*을 감안할 때 재고조정 압력이 상당한 것으로 평가

* 재고증가율: 14.8월 15.6% → 12월 12.6% → 15.5월 7.1%
 1~5월중 재고일수: 2011~13년 평균 13.9일 → 14년 14.3일 → 15년 15.3일
 1~5월중 재고/판매비율: 2011~13년 평균 8.2% → 14년 8.5% → 15년 9.0%
 1~5월중 PPI 상승률: 2012~13년 평균 -1.2% → 14년 -1.9% → 15년 -4.6%

○ 향후에도 제품가격 하락 압력*이 여전한 상황에서 기업의 재고 확충 유인이 약한 점 등을 감안할 때 당분간 기업 재고증가율 둔화가 지속될 전망

* 생산자가격(PPI)과 완제품 재고간의 상관관계를 보면 PPI가 재고증가율을 1분기 정도 선행하는 것으로 추정되며 향후 PPI 하락세가 상당기간 지속될 가능성



○ 부동산시장은 통화 및 규제 완화* 등 정책 효과에 힘입어 거래량이 회복** 되면서 주택가격이 하방경직성을 보이는 등 다소 안정화 되는 모습이나 금년중 본격적인 부동산투자 회복으로 이어지기는 어려울 전망

* 중앙정부 차원의 모기지론 대출기준 완화, 부동산 거래세 완화, LTV 상향 및 개별 지방정부들의 주택구매제한 정책 전면 철폐 등

** 국가통계국에 따르면 14년중 부동산 판매면적은 전기대비 7.6% 감소하였으나 금년 1~5월중에는 0.2% 감소에 그쳤으며 민간 부동산연구소(易居房地產研究院)는 6.1~15일중 20개 대도시의 신규주택 판매면적이 전기대비 4%, 전년동기대비 62% 증가하였다고 분석

■ 토지구매면적 하락폭 확대(14년 -14.0% → 15.1~5월 -31.0%) 등 부동산투자 관련 선행지표가 지속적으로 악화

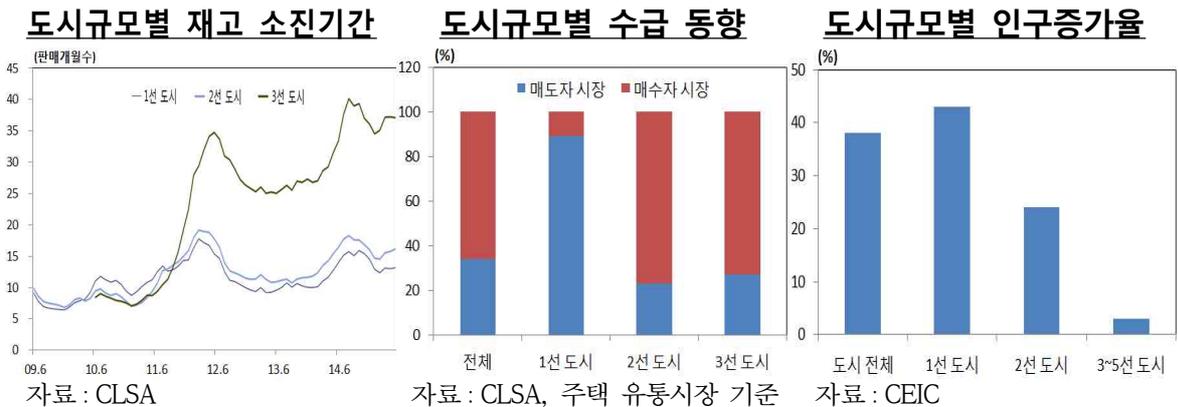
■ 부동산 개발업자도 재고부담의 영향으로 거래량 증가를 기존 재고 소진으로 대응*하면서 신규개발 착공에는 비교적 신중한 모습을 견지

* 주택 거래량 증가가 투자 증가로 이어지는데 2분기 정도 시차 소요(HSBC)

- 또한 서민주택(保障房) 정책 변화(新건설 → 新배분)로 연간 서민주택 건설 목표(700만호) 달성에 신규 투자건설 외에 일반주택(商品房) 구매 방법이 추가됨으로써 단기적 투자증대 동력이 약화될 가능성



- 한편 도시 규모별 재고 정도, 주택 수요 및 인구 요인 등을 감안할 경우 향후 부동산 재고조정 및 가격 변화에 있어 도시간 격차가 더욱 심화될 것으로 예상



⇒ 중국의 공급과잉 문제는 구조적 및 경기순환적 요인이 복합적으로 작용하고 있어 문제 해결에 상당 기간이 소요될 전망이며 하반기에도 재고조정 및 투자증가세 둔화가 일정 정도 경기하방압력으로 작용할 것으로 예상

- 다만 新실크로드 전략 등과 같은 중국정부의 공급과잉 해결을 위한 노력이 강화되고 있는 데다 부동산시장이 실수요 증가 등으로 안정세를 보이고 있어 경기부담 요인으로서의 강도는 상반기 보다 다소 완화될 것으로 예상

2. 디레버리징(deleveraging) 현황과 평가

① **(배경)** 글로벌 금융위기 이후 고정투자 위주 성장이 지속되면서 기업(특히 과잉설비업종, 부동산업, 국유기업) 및 지방정부의 레버리지비율이 크게 증가

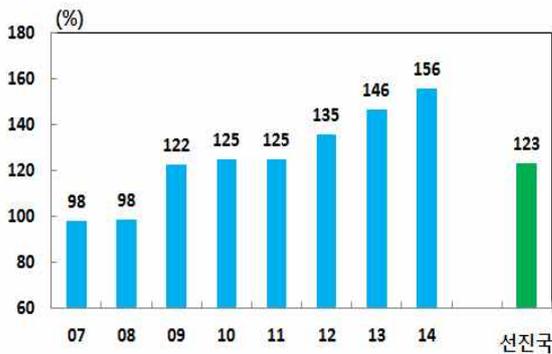
○ 비금융기업의 채무(2014.12월말, BIS 기준)는 2008년말 대비 3.2배 증가하면서 레버리지비율(명목GDP 대비)이 2008년 98%에서 156%로 크게 증가

* 이는 선진국 비금융기업의 레버리지비율(123%, 2013.12월말)에 비해서도 높은 수준

○ 지방정부 채무(2014.3월말, 审计署 기준)도 급속한 도시화 진전에 따른 SOC투자 수요 급증, 글로벌 금융위기 이후 지방정부 주도의 경기부양책 시행 등으로 2008년말 대비 3.3배 증가*

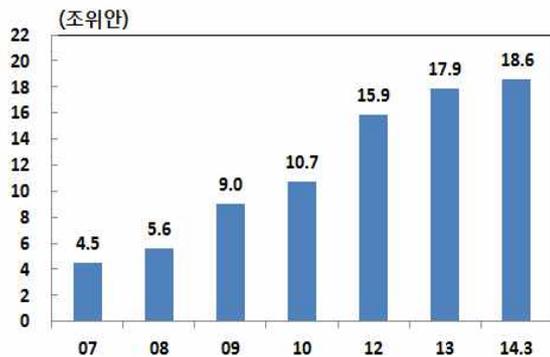
* Nomura증권은 융자플랫폼(LGFV, 지방정부 부채조달의 39~46% 차지)의 영업이익 대비 부채비율(debt-to-operating income ratio)이 평균 11.2배로 A주에 상장된 비금융기업의 평균(0.6배)에 비해 크게 높은 수준이라고 평가

기업부문 레버리지 비율¹⁾



주 : (비금융기업 채무/경상GDP)×100
자료 : BIS, 국가통계국

지방정부 채무



자료 : 审计署

② **(정책대응)** 레버리지비율 급등으로 금융안정 리스크가 대두됨에 따라 중국 정부는 그림자금융*을 억제하는 한편 지방정부에 대한 채무관리를 강화하였으며 금융기관은 리스크를 보다 신중하게 관리

* 은행의 부외(off-balance)업무와 비은행금융기관의 신용중개활동을 지칭

① **그림자금융 억제** : 레버리지 축적의 주된 경로인 그림자금융을 규제하기 위한 대책이 시행*됨에 따라 지난해부터 그림자금융을 통한 신규 신용 공급규모가 크게 축소(2013년 5.2조위안 → 2014년 2.9조위안)

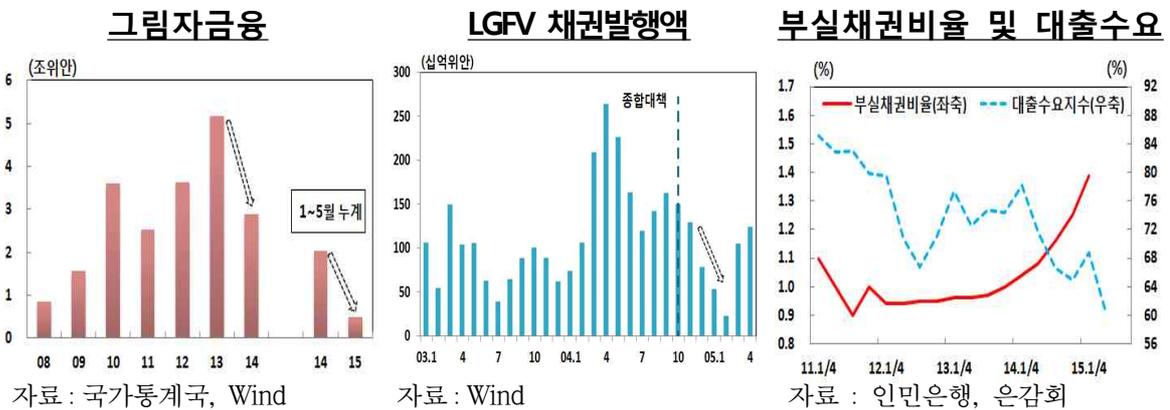
* 「그림자금융 관리감독 강화 방안」 (2013.12월, 국무원)

② 지방정부 채무관리 강화 : 지방정부 채무누증의 주요 경로인 융자플랫폼(LGFV)을 통한 우회차입을 억제하기 위하여 新예산법 등으로 자금조달의 사전통제 및 사후관리가 강화되면서 지방정부의 자금차입이 위축

* 지방정부 부채의 투명성을 제고하기 위해 2014.10월 지방정부의 채무관리를 강화하기 위한 종합대책이 발표된 데 이어 금년부터 新예산법이 시행

■ LGFV에 대한 지방정부 보증이 어려워진 데다 LGFV 채권의 담보규제 등으로 채권 발행액이 감소

③ 금융기관 리스크관리 : 은행들은 부실채권비율이 상승함에 따라 일부 제조업(석탄, 철강, 건축자재 등) 및 부동산업에 대한 대출을 기피하는 한편 기업들도 투자의향이 줄어들면서 대출수요지수가 2004년 편제 이후 최저로 하락



③ (디레버리징 현황) 지난해 이후 레버리지비율 증가폭이 둔화되는 등 긍정적 요인이 나타나고 있으나 일부 고정투자가 크게 위축됨에 따라 성장률 둔화·물가 하락이 가속화되면서 레버리지비율이 재확대될 가능성이 부각

○ 신용대출/GDP 비율의 상승폭*이 2014년 이후 축소되는 모습(殷劍峰, 사회과학원 금융연구소 부소장)

*
$$\frac{08년 \rightarrow 13년}{42%p(\text{평균 } 8.4%p)} \quad \frac{13년 \rightarrow 14년}{5%p}$$

○ 그림자금융 등을 통한 신용공급이 제한되면서 제조업 및 부동산개발 투자가 큰 폭으로 둔화되었으며* 지방정부 고정투자도 크게 부진

* Goldman Sachs에 따르면 레버리지비율이 5년에 걸쳐 40% 이상 증가한 후 디레버리징이 진행될 경우 성장률이 그 이전 10년에 비해 2%p 낮아지는 것으로 분석

- 이와 함께 생산자물가 하락폭이 커지면서 1/4분기 명목GDP 증가율이 둔화*됨에 따라 다시 레버리지비율 확대될 가능성이 증가

* 명목GDP 증가율(%) : 11년 18.4 → 12년 10.3 → 13년 10.1 → 14년 8.2 → 15.1/4 5.8



4 (평가) 중국경제는 기업(특히 과잉설비업종, 부동산업, 국유기업) 및 지방정부를 중심으로 디레버리징 압력이 상당한 가운데 인구보너스 소멸 등에 따른 잠재성장률 하락 등이 겹치면서 어려움이 가중

- 이에 따라 중국정부는 안정적 성장과 구조조정 간의 균형달성을 주요 정책과제로 추진

- 高레버리지에 따른 잠재적 리스크를 방지하기 위해 안정적 성장을 유지하는 것이 중요하며, 디레버리징은 중·장기적 관점에서 안정적이고 질서있게 추진되어야 한다고 강조*(人民日报, 최근 경제상황에 대한 정책당국자와의 대담, 5.25일)

* 디레버리징은 레버리지비율의 절대수준을 낮추기보다는 적절한 수준을 유지하는 것이 중요(易纲, 인민은행 부총재)

- 지방정부 채무전환 프로그램 시행, 금리자유화 추진(예금금리 상한 확대, 대고객 CD발행 허용, 예금보험제도 도입 등), 자산증권화 규모 확대, 소액대출 금융 활성화 등 구조조정과 안정적 성장을 병행·추진하는 노력을 확대

⇒ 중국경제는 잠재성장률이 둔화되는 가운데 디레버리징(deleveraging) 압력이 겹치면서 경기하방압력이 예상보다 크고 상당 기간 지속될 것으로 예상

- 한편 중국정부는 성장잠재력 확충에 주력하며 점진적 디레버리징을 추진할 것으로 예상되나 추진과정에서 신용불안 및 시장변동성이 증대될 수 있으므로 향후 추이를 주의 깊게 모니터링할 필요

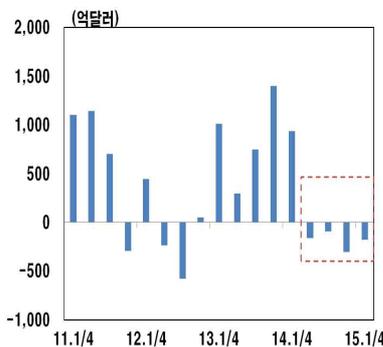
3. 미 금리인상에 따른 중국경제 파급 영향

① **(현황)** 하반기 중 미 연준의 금리인상이 예상*되면서 지난해 하반기 이후 진행되고 있는 **중국내 자본유출이 심화**되어 금융안정 및 경기회복을 저해할 가능성

* 9월 금리인상 전망이 우세했으나 6월 FOMC 회의 이후에는 12월로 늦춰질 가능성이 높아진 것으로 평가

○ 2014.2/4분기 이후 금융계정 및 자본수지가 적자를 기록하고 외환보유액 규모도 감소세를 보이고 있으며 외국인 증권투자도 주식을 중심으로 유출

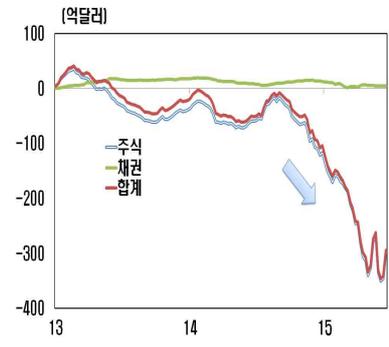
금융계정 및 자본수지 추이



외환보유액 추이



증권투자자금¹⁾ 유출입(누계)



주 : 1) EPFR자료는 증권투자자금 유출입 전체중 일부만을 반영하나 속보성(주간)면에서 유용
자료: 인민은행, EPFR(Emerging Portfolio Fund Research)

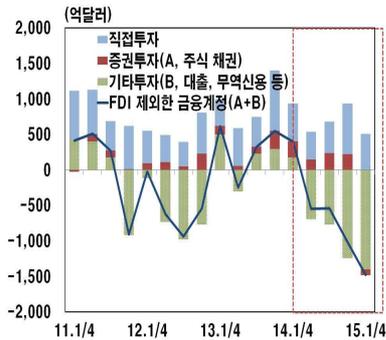
② **(자본유출입 동향)** 국제수지표상 금융·경제 여건 변화에 민감한 금융계정 중 기타투자(대출, 무역신용 등)가 2014.2/4분기부터 유출로 전환된 가운데 증권투자도 금년 들어 적자로 돌아서면서 **자본유출***이 지속적으로 확대

* FDI 제외 금융계정(억달러) : 14.1/4 401 → 2/4 -549 → 3/4 -537 → 4/4 -1,020 → 15.1/4 -1,480

○ 기타투자는 대출이 단기대출을 중심으로 큰 폭으로 회수되며 자본유출의 주요 요인으로 작용하였으며 증권투자도 금년 1/4분기 주식을 중심으로 유출 전환

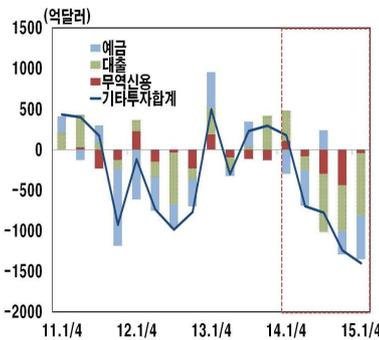
○ 금년 2/4분기에도 무역수지흑자 지속(960억달러)에도 불구하고 금융기관 외환매입пози션이 감소(-147억달러)한 점에 비추어 단기투기자금 유출(-1,420억달러)이 지속되었을 것으로 추정

중국의 금융계정

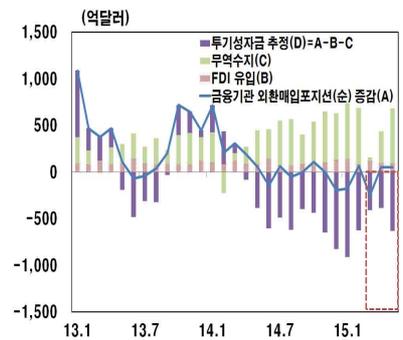


자료: 인민은행

기타투자



단기투자자금 유출입 추정



③ (자본유출 요인) 미국의 경기회복과 통화정책 정상화 추진 등으로 미 달러화가 강세를 보이고 중국 경제성장률이 둔화되면서 위안화 절상 기대감이 약화*됨에 따라 캐리트레이드 요인이 감소한데 주로 기인

* 위안화환율 전망(15.7.3일 전망치 중간값, Wind)

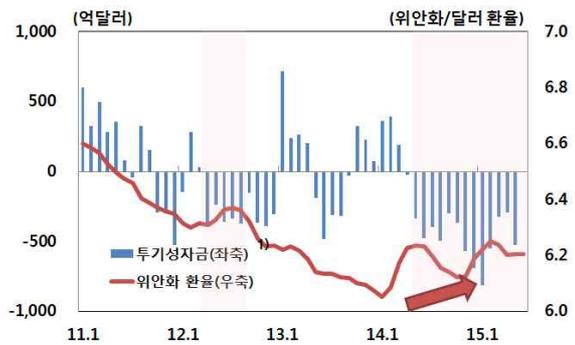
'14년말	'15.1/4말	'15.2/4말	3/4말	4/4말	'16.1/4말
6.20	6.20	6.20	6.21	6.20	6.29

중국 내외금리차



자료: Wind

위안화 환율과 투기성자금¹⁾ 유출입



주: 1) 금융기관외환매입 - 무역수지 - FDI
자료: Wind

○ 미연준의 양적완화 이후 중국 금융기관 차입 뿐 아니라 해외 현지법인 우회차입* 및 무역거래**와 FDI 등을 가장한 자금 등이 금리차익, 위안화 강세 등을 겨냥하여 큰 폭으로 유입

* 규제가 적은 해외 현지법인을 통한 채권발행이 빠르게 증가하면서 해외채권 발행잔액(국적기준)이 큰 폭 증가(08년말 455억달러 → 15.3월말 4,553억달러)

** 중국 사회과학원은 허위수출규모를 2011년 851억달러, 2012년 1,639억달러, 2013년 2,446억달러로 추정. 이는 총수출 대비 4.5%, 8.0%, 11.1%에 해당

④ (미 금리 인상시 영향) 미 금리인상시 내외금리차 축소 및 달러강세 등의 영향으로 중국내 달러 캐리트레이드의 청산(unwinding) 규모가 확대될 전망

- 캐리트레이드 청산시 외환매입 수요가 증가하면서 위안화 약세 및 자본 유출이 가속화될 우려*

* 캐리트레이드 포지션 구축(buildup)은 점진적으로 이루지는 반면 외부충격에 따른 포지션 청산은 급격히 발생하므로 포지션 구축기와 청산기 사이에는 자본유출입 속도, 환율방향성 및 변동성 등에 있어서 비대칭성이 나타남

- 캐리트레이드 등으로 단기차입비중이 크게 상승한 점을 고려할 때 이의 청산시 자금시장이 불안정해지면서 인민은행의 통화정책운용에도 부담 요인으로 작용할 가능성*

* 과거 2012년 위안화 일중변동폭 확대(4.16일) 등으로 위안화가 약세를 보임에 따라 자본유출이 발생하여 금융계정수지(FDI 제외)가 2,123억달러 적자를 기록하였으며 중국인민은행은 지급준비율을 2차례에 걸쳐 100bp 인하(2012.2.24일, 5.18일)

- 실물부문에서는 외화부채비중이 큰 업종*을 중심으로 외화자금 조달 애로 및 금리 상승, 위안화 약세로 인한 외채상환부담 등 재무상황에 악영향이 예상

* 부동산, 에너지 및 원자재 관련 기업, 항공사 등

□ 그러나 다음 요인들을 고려해 볼 때 외국인 자본의 급격한 유출(sudden stop) 및 전반적 금융불안으로 이어질 가능성은 제한적

- 중국은 자본계정이 개방되지 않은 자본통제국으로 금리차익거래가 자유롭지 않은 데다 실물거래로 위장 유입된 단기자금 규제가 강화*되면서 대외 유출이 용이하지 않은 상황

* 중국 국가외환관리국(SAFE)은 무역거래를 통한 불법 자본유입을 규제하기 위해 자본유입 관리대책을 발표(2013.5.5일)

■ 과거 1998년 아시아 외환위기(474억달러 유출, 총외채대비 33%), 2012년 위안화 약세기(2,123억달러 유출, 총외채대비 29%) 등 중국의 단기자본 유출 사례를 보더라도 그 규모가 총 외채의 30% 내외에 그친 바 있음

■ 캐나다 중앙은행에 의하면 미국 통화정책 정상화시 중국의 자본유출 규모는 GDP대비 0.54%로 추정되어 여타 신흥국에 비해 작은 수준

미국의 통화정책 정상화시 주요 신흥국의 자본유출 예상 규모¹⁾²⁾

(GDP대비 비중, %)

브라질	러시아	인도	중국	남아공	필리핀	폴란드	칠레
2.22	1.50	1.20	0.54	3.88	2.10	1.90	1.48

주: 1) 10년물 국채금리와 페더럴펀드 금리차이가 120bp 확대될 경우 각국의 2013.3/4분기 GDP대비 포트폴리오 자금 유출 규모

2) 미 통화정책 정상화 후 3개월간 누적 규모

- 중국은 최대 외환보유국(3.73조달러, 15.3월말) 및 대규모 순채권국(대외순 자산 1.40조달러, 15.3월말)이고 대외채무비율*(GDP대비)이 낮은 데다 자본 유출입을 통제하고 있어 거시건전성 차원에서 대외채무 위험이 낮음

* 국가외환관리국 대외채무: 8.6%(14년말),

BIS역외은행채무+국적기준채권+무역신용: 17.2%(14년말)

- 한편 QFII·RQFII 한도 확대, 선강통(심천·홍콩증시 상호투자) 도입 등 금년 중 추가로 예상되는 자본시장개방 확대 조치와 이에 따른 해외자본 유입은 미 금리인상에 따른 단기자본유출을 일정부분 상쇄할 전망

⇒ 종합적으로 보면 미 금리인상 시 중국내 외국인자금 유출이 확대될 것으로 보이나 대규모 자본유출에 따른 금융불안 가능성은 작은 것으로 예상되며 실물경제도 대체로 안정적 모습을 유지할 전망

〈참 고 문 헌〉

- 공대희, “중국경제의 과잉설비 현황 및 시사점”, *해외경제포커스* 제2013-31호, 2013.7.21
- Cai Fang and Ivan Roberts, “Potential Growth and Rebalancing in China”, Reserve Bank of Australia, 2015.6
- Chivakul, M., W. R. Lam, X. Liu, W. Maliszewski, and A.Schipke
“Understanding Residential Real Estate in China”, *IMF Working Paper* WP/15/84, 2015.4
- CLSA, “China Reality Research : Making change in China”, 2015.5.12
- CLSA, “Mobilizing Wealth : Property as a tool”, 2015.5.13
- Dahlhaus, T. and G. Vasishtha, "The Impact of U.S. Monetary Policy Normalization on Capital Flows to Emerging-Market Economies", *Bank of Canada Working Paper* 2014-53, December, 2014.
- Goldman Sachs, “Navigating the impact of China's policy easing”, 2015.5.22
- Goldman Sachs, “Untangling China's credit conundrum”, 2015.1.26
- HSBC, “The Geography of China risk”, 2015.6.2
- 國泰君安, “經濟低水平企穩 貨幣政策寬松方向不變”, 2015.6.29
- 人民日報, “五問中國經濟 - 權威人士談當前經濟形勢”, 2015.5.25
- 中國新聞網, “2015上半年中國房地產市場走勢分析及下半年豫測”, 2015.6.24
- 中國經濟周刊, “中國樓市呈現六大分化趨勢 下半年政策面仍寬松”, 2015.6.5
- 中國人民銀行, “2015年中國宏觀經濟豫測(年中更新)”, *工作論文* No.2015/09, 2015.6.9
- 中信證券, “2015年下半年宏觀經濟展望-環球不同步,歷史不往復”, 2015.6.2
- 中信證券, “房地產行業2015年下半年投資策略-變形記”, 2015.5.27
- 殷劍峰, “通貨緊縮的成因與應對”, *中國金融* 2015.06, 2015.3.16