



◆ 중국 경제 둔화세가 지속되는 가운데 부동산 버블 등 4대 금융리스크를 진단한 후, 경착륙 가능성을 예측해 보고 우리의 대응방안을 제시

## 1. 중국 경제 및 4대 금융리스크 동향

### (1) 경제 현황

□ 실물경기 불안으로 거시경제 불확실성 확대

○ 세계경기 둔화와 함께 기존의 수출투자 주도형 고도성장 전략의 한계로 성장률이 둔화되어 거시경제 불확실성이 증대됨.

- 성장률이 최고점인 2007년(14.2%) 이후 급격히 둔화되어 2015년에 6.9%로 떨어졌고 올해 1분기에는 6.7%를 기록함.

\* Moody's 및 S&P는 '16년 3월 중국 정부와 기업의 재정건전성 악화, 정책신뢰도 하락 등을 사유로 국가신용등급 전망을 '안정적'에서 '부정적'으로 하향 조정

○ 아울러 실물경기<sup>1)</sup> 불안이 심화됨에 따라 외환보유액 감소\*, 위안화 가치 하락\*\* 등의 현상도 지속되고 있음.

\* 3.1조 달러('11) → 3.8조 달러('13) → 4.0조 달러('15) → 3.3조 달러('16.3월)

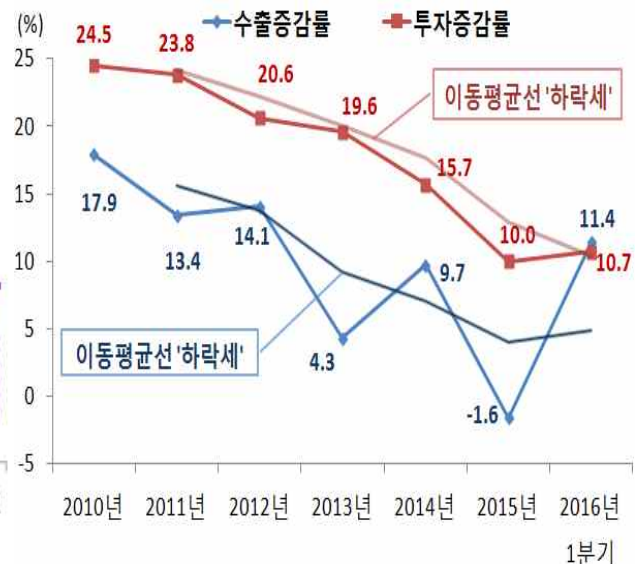
\*\* 미 달러 대비 위안화 환율 : 6.1958('13) → 6.1434('14) → 6.2275('15) → 6.5784('16.5월)

<연간 및 분기 GDP성장률 >



자료: CEIC, Bloomberg

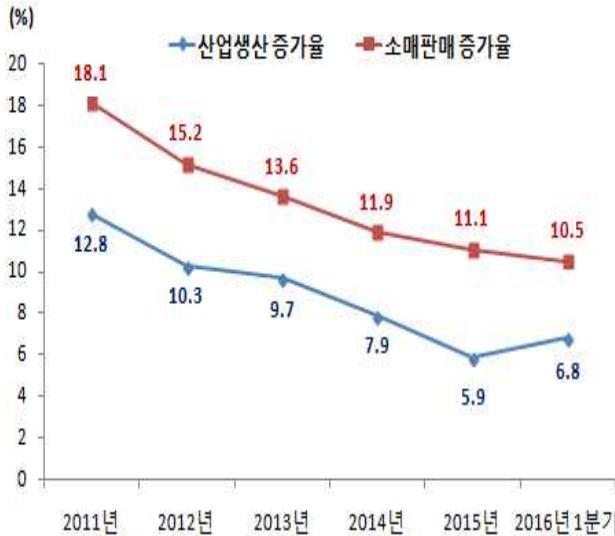
<수출 및 투자 증감률 추이 >



자료: CEIC, Bloomberg

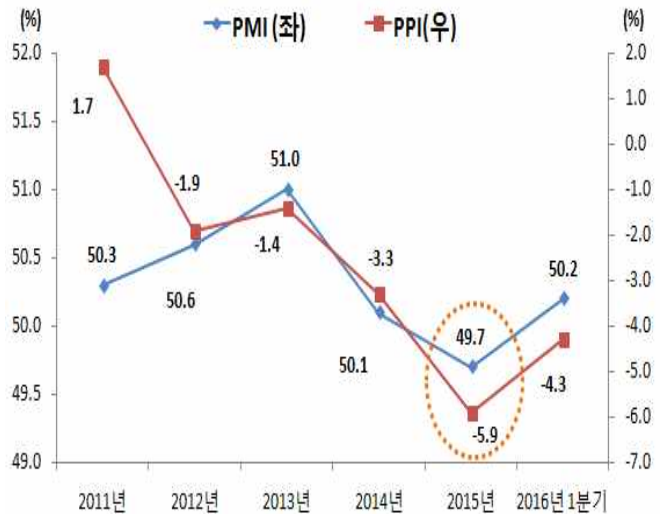
1) '실물경제'라고도 하며, 재화와 서비스의 생산, 판매, 소비 등의 경제활동을 지칭함.

### < 산업생산·소매 판매 증가율 추이 >



자료: Bloomberg

### < PMI 및 PPI 증감률 추이 >



자료: Bloomberg

- 산업생산과 소매 판매 증가세가 지속 하락하고 있으며, 구매자관리지수<sup>2)</sup>(PMI) 및 생산자물가지수<sup>3)</sup>(PPI) 둔화세도 지속되고 있음.

## (2) 4대 금융리스크<sup>4)</sup> 동향

- 부동산 버블 등 금융리스크 부각으로 경제 경착륙 우려 가중
  - 경제 둔화세가 지속되는 가운데 부동산 버블, 그림자금융<sup>5)</sup> 등 4대 금융리스크가 부각되며 경착륙 가능성을 부추기고 있음.
  - (부동산 버블) 2013년 10월 이후 부동산 가격 상승률 둔화, 투자 증가율 하락 등으로 버블 붕괴 우려가 지속됨.
- 2013년 10월 이후 100대 도시 평균 주택가격 상승률이 급속히 둔화됨. 또한 미분양 부동산 면적의 지속적인 확대, 부동산 투자 증가율의 급속한 둔화('14년 14.6% → '15년 5.0%) 등으로 버블 붕괴 우려가 고조됨.

2) 제조업체 '구매담당자'들이 현재의 경기상황을 평가하는 지수로 일반적으로 '50 이상'인 경우 경기확장을 의미함.

3) 기업 간 거래에서 형성되는 상품가격 변동을 측정하여 상품의 전반적인 수급 동향을 파악함.

4) 금융리스크란 광의적으로 금융과 연계한 다양한 리스크 유형을 포괄한 개념이나, 개별 국가의 금융리스크는 일반적으로 국가 부채(정부, 지방, 기업, 가계 부채 등), 은행 자산건전성 등을 의미함.

5) 은행권 밖에서 은행과 유사한 신용중개 기능을 제공하나 은행권에 적용되는 엄격한 감독과 규제를 받지 않는 신용공여를 의미함. 주요 상품으로는 자산관리상품(WMP), 위탁대출, 제2금융, 사금융(P2P) 등이 있음.

구분	상세 내용
자산관리상품	은행의 부외거래 일종으로 채권, 주식 등에 투자해 은행금리보다 높은 수익률 제공
위탁대출	은행이 투자자로부터 위탁받은 자금을 중개수수료를 받고 대출해주는 형태
제2금융	신탁회사, 리스회사, 소비금융, 소형대부업체 등을 통한 비제도권 금융
사금융	개인 간 금전 거래

- (그림자금융) 제도권 은행대출 규제로 그림자금융 규모가 2011년 10.9조 위안에서 2015년에 23.2조 위안으로 2배 이상 팽창함.
    - 제도권 은행대출에 대한 정부의 규제\* 강화로 대형 은행들은 담보 능력이 취약한 중소기업 대출을 기피함.
    - 이에 중소 및 민간기업은 사업 운영과 투자를 위한 자금을 원활히 조달하기 위하여 그림자금융에 크게 의존함.
      - \* 자기자본 충족률 규제 시행(11.5%), 지급준비율(19.5%) 등으로 제도권 은행대출 규제
  - (정부·지방 부채) GDP 대비 정부·지방 부채 비율이 2011년 42.1%에서 2014년 52.8%로 상승하여 부채부담이 가중됨.
    - 특히 지방 부채의 약 80%가 인프라 투자 및 토지 수용에 집중되어 있어 부동산경기 변동에 매우 취약함.
    - 지방채 발행 규제로 지방정부투자기관(LGFV)을 통한 우회적 자금조달이 지방 부채의 약 60%를 차지하여 이자비용 부담도 큰 상황임.
  - (기업 부채) GDP 대비 기업 부채 비율이 2011년 137.8%에서 2015년 165.8%로 확대되는 등 재무건전성이 크게 악화됨.
    - 2015년 말 기준 GDP 대비 총 부채 비율은 254.8%이며 이중 65%인 165.8%가 기업 부채임. 더욱이 회사채 만기도래 규모\*가 급증하고 있으며, 국유기업 회사채 부도\* 발생으로 신용리스크도 상승함.
      - \* 약 1,800억 위안('15년) → 약 3,000억 위안('16년<sup>f</sup>) → 약 4,200억 위안('17년<sup>f</sup>)
      - \*\* Chaori('14.3월, 태양광), Sinosteel('15.10월, 철강), Shanshui Cement('15.11월, 시멘트) 등
    - 또한 간접금융<sup>6)</sup> 방식(은행권 대출)을 활용한 M&A 사례가 급증하여, 부채 부담이 가중되고 있는 것으로 파악됨.
    - 더욱이 경기 둔화에 따른 기업의 수익성 악화 시, 채무상환부담 가중과 함께 금융권 부실채권으로 전이될 가능성도 높음.
- ※ '15년 중국의 해외기업 M&A 규모가 약 1,200억 달러로 최고치를 기록하였고, 전체 M&A 추진 기업(54개 기업) 중 80%가 차입금을 활용하여 인수를 진행

6) 중국은 채권 및 주식 등을 활용한 직접금융 방식보다는 여전히 은행권 대출을 활용한 간접금융 방식에 의존함.

○ (은행부실) 금융권의 부실채권 비율<sup>7)</sup>(NPL ratio)이 2011년 1.0%에서 2015년 1.67%로 상승함.

- 중국 정부는 공급측 개혁<sup>8)</sup>을 위하여 과잉생산 능력 해소와 한계 기업 퇴출을 강화할 계획으로, 경기 둔화세가 지속되는 가운데 기업부도 증가 시 부실채권 비율\*이 더욱 확대될 가능성이 높음.

\* 부실채권의 약 65%가 생산과잉 부문인 제조업(36%), 도·소매업(32%)에 집중

※ 대손충당금 적립률<sup>9)</sup>도 '13년 290%에서 '15년 190%로 큰 폭으로 축소

< 중국의 4대 금융리스크 해외기관 평가 >

구 분		해외기관 평가
버블		·(Mckinsey) 그림자금융을 통한 자금조달(부동산 대출의 35%), 부동산의 높은 GDP 기여도(15% 상회) 등으로, 부동산 변동성에 따른 그림자금융 연대 부실화와 건축업 등 산업 악화 가능성 경고
그림자금융		·(Bloomberg) 자산관리상품의 약 80%가 만기 1년 미만의 상품이나, 투자대상 사업의 수익 창출에 상당 기간이 소요되는 경우가 많아 만기 불일치에 따른 유동성 문제 가능성을 제기
부 채	정부·지방	·(Moody's) 지방정부채 만기 도래와 함께 지방정부의 상환 능력 저하로 인해 일부 지방정부의 파산 가능성 강조
	기업	·(BIS) '15년 선진국의 기업 부채는 GDP의 56.2%, 신흥국은 103.6%이나, 중국은 165.8%로 부채 상황이 매우 심각
은행부실		·(PwC) 중국 은행이 부실대출을 만기 연장하여 규모를 축소 <sup>주)</sup> 하고 있어, 실제 NPL 비율이 현재의 2~3배에 달할 것으로 추정

주: 해외 은행들은 대출기한 만료 후 상환일로부터 90일이 넘은 대출은 부실채권으로 분류하나, 중국은 상환 연장 시에 부실채권 대상에서 제외

출처: 각종 언론기사 등을 참고하여 재작성

7) 은행의 자산건전성을 나타내는 대표적인 지표로서 은행의 총 여신 중 '고정이하 분류 여신'이 차지하는 비율을 의미함. '고정이하 분류 여신'이란 연체 기간이 3개월 이상으로 금융회사가 돈을 빌려주고 이자도 받을 수 없게 된 채권을 말하며 '고정(3~6개월 연체)', '회수의문(6개월 이상 연체)', '추정손실(회수불능 처리)'이 포함됨.

8) '16년 3월 13차 5개년 계획에서 과잉생산설비 및 부동산재고 해소 등을 통하여 공급의 질을 제고할 계획임.

9) 고정이하 분류 여신 중 총 대손충당금 잔액이 차지하는 비율을 의미함.

## 2. 부문별 리스크 진단과 정책 대응

### (1) 진단 기준 및 결과

□ (기준) 정량·정성 평가요소를 고려하여 부문별 금융리스크 진단

- 정량 평가요소로 연도별 절대 위험도와 국가별 상대 위험도를 진단하였고, 정성 평가요소로 정부의 정책대응 위험도를 고려함.
  - 절대 위험도는 각 부문의 연도별 추이에 따른 리스크를 평가하였고, 상대 위험도는 중국과 GDP 규모가 유사한 선진국 및 개도국\*과의 부문별 리스크를 상대 비교하여 진단함.
  - \* 선진국은 미국·일본·독일, 개도국은 인도·브라질·러시아 등 총 6개국
  - 정책대응 위험도의 경우 과거 정부정책의 효과성과 현행 정책대응 및 의지 여부를 함께 고려하여 진단함.

<첨부 1: 4대 금융리스크 평가기준>

□ (결과) 금융리스크 대부분 '중립' 수준이나 기업 부채는 '악화' 상태

- 부동산 버블 등 금융리스크 대부분이 '중립' 수준이나, 기업 부채는 '악화' 상태로 위험도가 가장 높은 것으로 진단됨.





<첨부 2: 4대 금융리스크 종합점수 결과표>

<부동산 버블 등 4대 금융리스크 진단결과>

평가 항목	정량 평가		정성 평가	진단 결과 <sup>3)</sup>
	절대 위험도 <sup>1)</sup>	상대 위험도	정책대응 위험도	
부동산 버블	중립	해당사항 없음 <sup>2)</sup>	낮음	
그림자금융	중립	낮음	중립	
부채	정부·지방	낮음	낮음	
	기업	높음	높음	
은행부실	중립	중립	낮음	

주: 1) 위험도 수준에 따라 '낮음(1점)', '중립(2점)', '높음(3점)' 3단계로 구분

2) 부동산의 경우 국가별 상대 비교가 불가하여 평가대상에서 제외

3)  : 양호,  : 중립,  : 악화,  : 위기

※ 1.4점 미만 '양호', 1.4~2.0점 '중립', 2.0~2.6점 '악화', 2.6점 초과 '위기'

출처: 저자 자체 작성

## (2) 부문별 진단 및 정책대응

### 가. 부동산 버블 : 종합진단 결과 ‘중립’

#### 1) 절대 위험도

□ 부동산 가격 회복세 등에 힘입어 위험도 ‘중립’으로 평가

- 2014년 중 부동산 가격 상승률이 10개월 연속 마이너스(-)를 기록하는 등 침체를 겪었으나, 정부의 적극적인 부동산 경기 부양책\*, 완화적 통화정책<sup>10)</sup> 등에 힘입어 2015년 이후 회복세를 시현함.

\* 취득세율 인하, 양도세 부과기간 단축, 주택대출비율 상향 조정 등

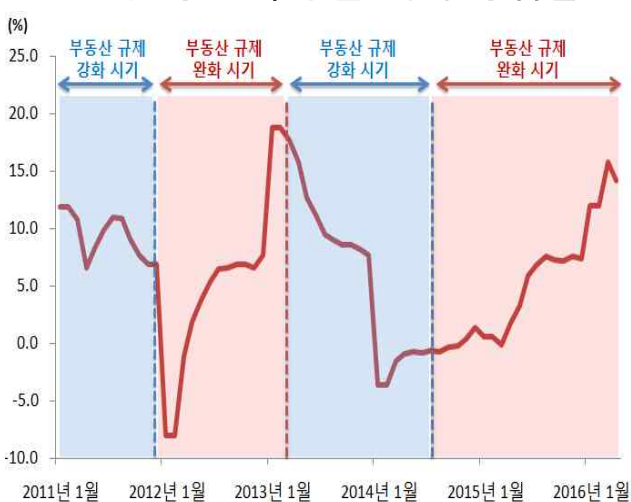
- 2015년 말부터 전국적으로 가격 회복세가 시작되며 2016년 1분기 31개성 평균 부동산 가격이 전년동기 대비 13.3% 상승함.

- 부동산 경기 위축 시 가계 부채 및 그림자금융 연대 부실화 우려가 지속 제기되고 있으나 선진국 대비 양호한 수준임.

- 중국의 가계 부채 비율은 20% 미만으로 선진국 평균인 50%에 비해 낮고, 그림자금융 비율도 35.8%로 선진국 평균인 78.7%보다 안정적임.

※ 은행의 주택담보인정 비율 역시 40~70%로 선진국(영국 110%, 프랑스 100%, 미국 96% 등) 대비 양호한 수준

< 31개성 평균 부동산 가격 증감률 >

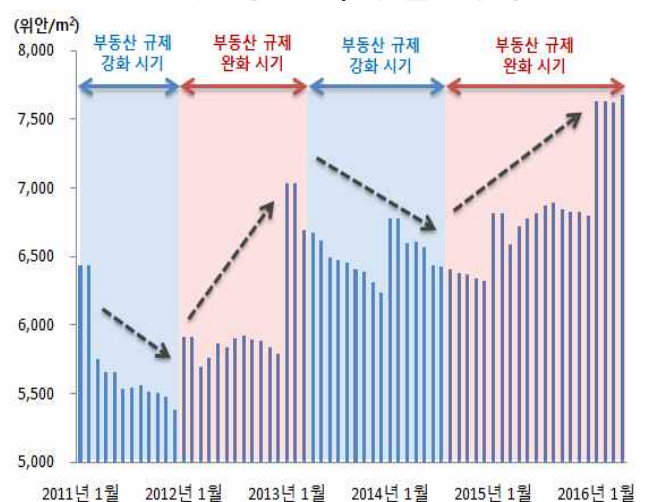


주: 1) 전년동월 대비 증감률

2) '11년 1월 ~ '16년 4월

자료: CEIC

< 31개성 평균 부동산 가격 >



주: 1) 22개 성, 5개 자치구, 4개 시 지칭

2) '11년 1월 ~ '16년 4월

자료: CEIC

10) 부동산경기 부양 등을 위하여 '16년에는 M2 예상증가율을 전년 목표치 대비 1% 포인트 증가한 13% 내외로 설정함.

- 부동산 개발 투자액 증가율은 2011년 이후 지속 하락하여 2015년 12월 1.0%로 최저치를 기록했으나, 정부의 적극적인 정책대응으로 2016년 4월 증가율이 전년동월 대비 7.2%로 회복함.
- 올해부터 일대일로(11), 베이징-톈진-허베이 공동발전, 장강 경제벨트 등 3대 전략사업이 본격 추진될 계획으로 투자 증가세가 지속될 전망이다.
- 한편 미분양 부동산 면적 증가율은 2012~13년까지 상승하였으나, 2015년 이후 증가세가 지속적으로 둔화됨.

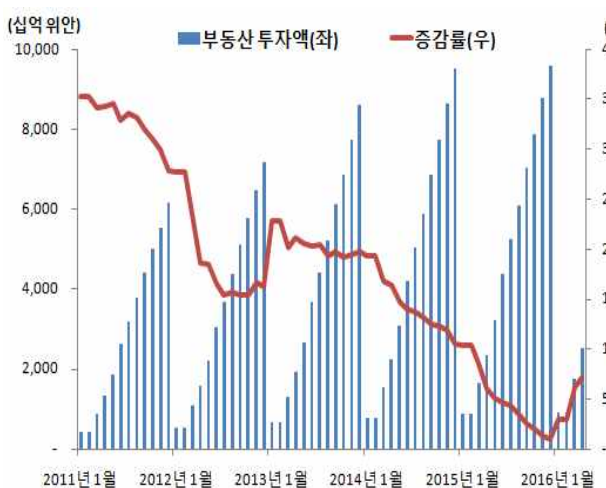
## 2) 정책대응 위험도

□ 지역별로 차별화된 부동산 안정화 정책 등으로 위험도 '낮음'

- 2014년 이후 부동산시장 과열을 억제하기 위해 가격이 급등한 베이징 등 1선 도시에 대한 규제를 강화하는 한편, 시안 등 2~3선 도시들은 재고소진을 위하여 완화정책을 병행하고 있음.
- 상하이 등의 부동산 가격이 급등\*하여 지난 3월 계약금 비율 상향 조정 (최대 70%까지 확대), 비거주자 주택구입 제한 등의 정책을 실시함.

\* '16년 2월 기준 상하이, 선전 가격이 전년동월 대비 21% 및 57% 상승

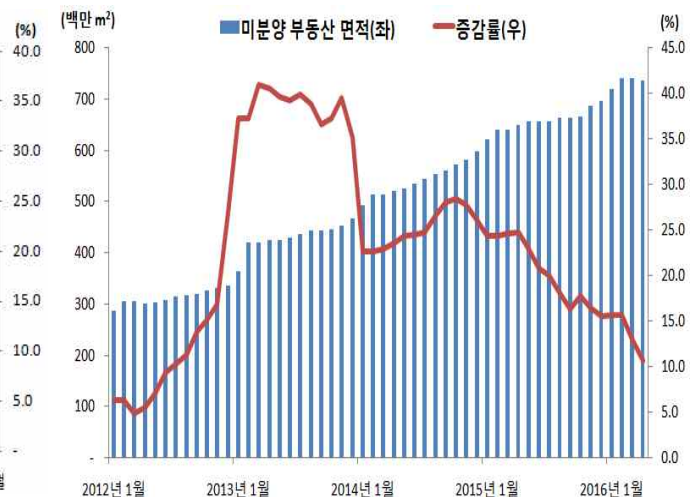
< 부동산 개발투자액 및 증감률 >



주: 1) 전년동월 대비 증감률  
2) '11년 1월 ~ '16년 4월

자료: CEIC

< 미분양 부동산 면적 및 증감률 >



주: 1) 전년동월 대비 증감률  
2) '12년 1월 ~ '16년 4월

자료: CEIC

11) 육상 교통로(일�크로드 경제지대, 一帶)와 해상교통로(21세기 해상일�크로드, 一路)를 결합한 거대경제권 개발 계획으로, 일대(一帶)는 중서부 개발과 중앙아시아 진출을 일로(一路)는 중국 남부지역 개발과 동남아 진출의 연계로 해석됨.



- 반면 선양 등 중소도시의 경우 계약금 비율 축소\*, 주택대출금리 하한 인하\*\*, 농민의 도시 내 주택구매 장려 등의 정책을 추진함.

\* 최초 주택구매 시 25% → 20% 인하, 추가 주택구매 시 60% → 40% 인하

\*\* 1년 만기 대출금리의 1.1배 → 0.7배로 인하

- 또한 중국 증감회는 2015년부터 부동산경기 부양을 위해 부동산 기업이 거래소에서 채권을 발행할 수 있도록 허용함.

- 2010년 부동산시장 과열을 억제하기 위하여 부동산기업의 역내 채권 발행을 제재했으나, 부동산경기 부양을 위해 5년 만에 재개함.

- 더욱이 정부가 토지와 국유기업 자산을 보유하고 있어 토지자산 처분 등을 통한 리스크 대응능력도 여유가 있는 것으로 보임.

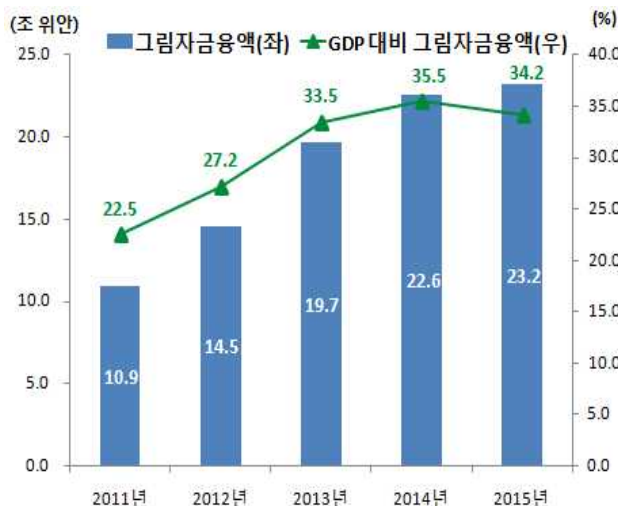
## 나. 그림자금융 : 종합진단 결과 ‘중립’

### 1) 절대·상대 위험도

- 그림자금융 증가세 둔화 등으로 절대·상대 위험도 ‘중립’ 및 ‘낮음’

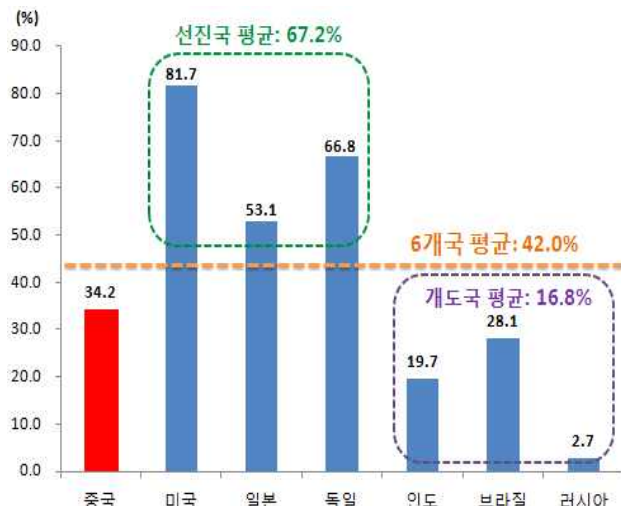
- (절대 위험도) 그림자금융 규모는 2011년 이후 증가세를 보이며 2014년 22.6조 위안에 달하였으나, 정부 규제에 힘입어 2015년 23.2조 위안을 기록하였고 증가세도 2.7%로 둔화됨.

< 그림자금융 및 GDP 대비 그림자금융 >



주: 막대그래프 내 숫자는 그림자금융액  
자료: CEIC

< GDP 대비 그림자금융 상대 비교 >



주: 중국은 '15년, 그 외 국가는 '14년 기준  
자료: CEIC, FSB

- 최근 그림자금융에 대한 부정적 측면이 강조되고 있으나, 그림자금융은 2010년 도입 이후 금융시장에서 순기능\* 역할도 해 음.

\* 은행 대출이 주로 국유기업과 정부사업에 집중되어 중소기업은 자금 확보에 어려움을 겪었으나 그림자금융을 통해 자금난 해소 및 사업영위 가능

- 다만 그림자금융의 만기 구조가 대부분 1년 미만으로 투자대상 사업의 수익회수 사이클 간 만기 불일치로 유동성 위기 가능성은 상존함.

○ (상대 위험도) GDP 대비 그림자금융 비율은 34.2%로 전체 및 선진국 평균에 비해 여전히 낮은 수준임.

- 특히 중국의 그림자금융은 선진국과 같이 순환 및 차익거래 위주로 2~3차의 단계에 걸쳐 유동화 되지 않으며, 실물경제로 대부분이 유입되고 있어 위험도는 높지 않은 것으로 사료됨.

## 2) 정책대응 위험도

□ 그림자금융 규제조치 강화 등으로 위험도 '중립'으로 평가

○ 2014년부터 규제조치를 강화함에 따라, 그림자금융 증가세가 지속 둔화되어 2015년에는 전년 대비 3% 이하로 하락하는 등 정책 효과성이 양호한 것으로 분석됨.

- 금융 당국은 그림자금융 확대를 억제하기 위하여 비은행 금융기관에 대한 대출규모 제한 등을 시행하는 등 관리시스템을 강화함.

- 자산관리상품을 통해 투자한 사업이 파산할 경우 상품판매 비금융기관에게 손해의 일부를 부담하여 무분별한 그림자금융 확산을 통제함.

○ 아울러, 중소기업이 채권 및 주식시장에서 자금을 원활히 조달할 수 있도록 정책기반을 조성하고 있음.

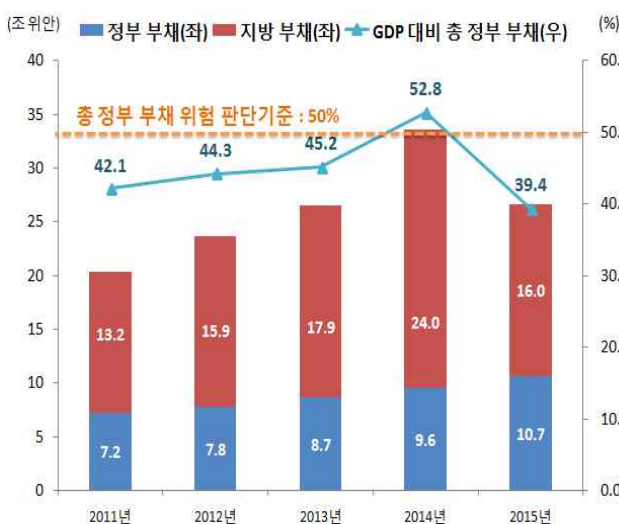
## 다. ① 정부·지방 부채<sup>12)</sup> : 종합진단 결과 ‘양호’

### 1) 절대·상대 위험도

#### □ GDP 대비 부채 비율이 높지 않아 위험도 ‘낮음’

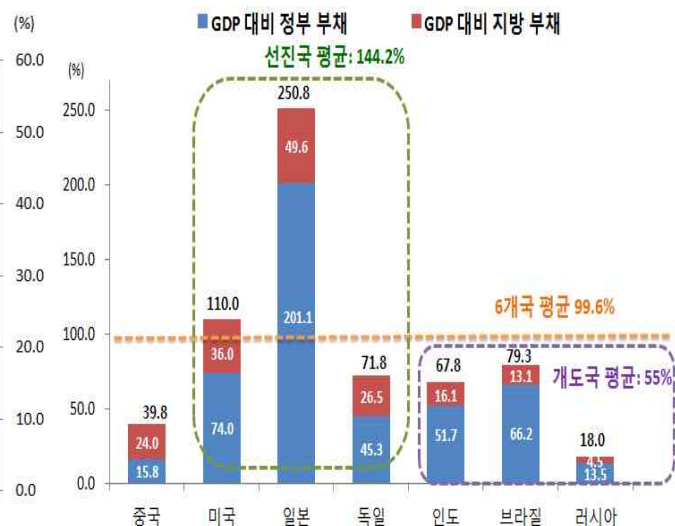
- (절대 위험도) 2015년 정부·지방 부채는 GDP의 39.4%로 OECD 정부 부채 위험 판단기준인 50%를 하회하여 위험도는 낮음.
  - (정부) 정부 부채는 GDP의 15.8%로 2011년 14.9%와 비슷한 수준으로 부채부담이 크지 않은 것으로 사료됨.
  - (지방) 정부 관리 하에 2015년 지방 부채 규모가 16조 위안으로 전년에 비해 8조 위안 감소한 것으로 분석됨.
- (상대 위험도) 2015년 GDP 대비 부채 비율이 39.4%로 전체 평균, 선진국 및 개도국 평균에 비해 모두 낮아 위험도는 낮음.
  - (정부) 정부 부채의 경우 오히려 일본이 과도한 재정정책 확대에 의해 부채 비율이 200%를 상회하는 등 고위험 상황에 직면해 있음.
  - (지방) 지방 부채도 미국, 일본, 독일 등과 비교 시 가장 낮은 수준으로 지방 부채로 인한 상대 위험도는 높지 않음.

< GDP 대비 정부·지방 부채 >



주: 막대그래프 내 숫자는 부채 규모  
자료: CEIC, Chinese National Audit Office

< GDP 대비 정부·지방 부채 상대 비교 >



주: '15년 말 기준  
자료: CEIC, Bloomberg

12) 중국의 부채 중 가계부채의 경우 총 부채의 20% 미만, GDP 대비 30% 수준으로 양호한 편이며, 가계저축률 역시 45%로 매우 높아 금융리스크 평가 대상에서 제외함.

## 2) 정책대응 위협도

### □ 지방채 발행 허용 등으로 위협도 '낮음'으로 진단

- 2014년 이후 지방정부가 채권발행을 통하여 지방정부투자기관(LGFV, 자금조달회사)의 부채를 상환할 수 있게 되어, 지방정부의 우발부채 위협도가 감소한 것으로 사료됨.
  - 특히 채권발행 허용을 통하여 LGFV의 의존도를 낮추는 한편, 기초 인프라 설비 건설을 철저히 관리하고 있음. 또한 위기 발생 시 중앙정부가 채무를 인수할 가능성이 높아 지방부채 위기 가능성은 낮음.
    - ※ 국제신용평가사 피치는 지방 정부 부채는 여전히 통제가능한 수준이며, 당국의 부채감시 시스템 도입으로 투명성이 증대될 것이라고 기대
- 또한 중국 재정부는 지방정부의 기존 부채를 장기의 저금리 채권으로 교환할 수 있는 '부채 스왑 프로그램'을 시행 중임.
  - 2015년 총 16조 위안의 지방 부채 중 3.2조 위안의 채무를 부채 스왑으로 해결했으며, 2016년에는 스왑 규모가 5조 위안에 이를 것으로 기대됨.
- 한편 해외기관 등은 지방정부 부채 급증에 대한 우려를 지속 제기하고 있으나, 지방정부가 토지자산을 보유하고 있어 토지자산 처분 등을 통해 리스크에 적극 대응할 수도 있음.
  - 최근 지방정부가 토지사용권 매각을 확대하자 부채가 빠르게 축소되어 2015년 부채 규모가 전년 대비 약 30% 감소함.
- 이외에도 지방정부의 장기 유동성을 제고하고 특정사업 수행에 원활하게 자금을 공급하기 위하여, 담보보완대출<sup>13)</sup>(PSL: Pledged Supplementary Lending) 등도 실시하고 있음.
  - 2014년 말부터 인민은행을 통해 지원되고 있으며 2016년 2월 기준 PSL 잔액이 1.5조 위안으로 2014년 대비 3배 이상 증가함.

13) 인민은행이 중국개발은행, 중국농업발전은행, 중국수출입은행 등 3대 정책은행에 credit line을 설정하면, 중국 개발은행이 이를 지방정부공사에 1~3년 만기로 재대출하고 동 대출채권을 인민은행에 담보로 제공하는 방식임. 지난 '16년 3월 인민은행은 매월 초 3대 정책은행을 통해 PSL을 적극 지원하기로 함.

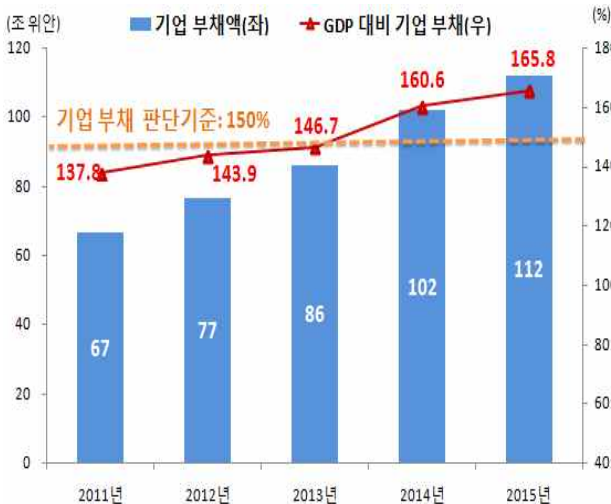
## 다. ② 기업 부채 : 종합진단 결과 ‘악화’

### 1) 절대·상대 위험도

□ 과도한 부채 비율로 절대·상대 위험도 모두 ‘높음’

- (절대 위험도) 기업 부채가 2015년 GDP의 165.8%로 2011년 이후 지속 상승하고 있으며, OECD 등 국제기구의 위험 판단 기준인 150%를 상회하여 위험도가 높은 것으로 분석됨.
  - 현재 기업 부채 비율은 비금융 기업만을 고려한 것으로, 금융기업 부채까지 합산할 경우 200%를 상회할 것으로 추정됨.
  - 더욱이 전체 기업수의 1%(13만 개)에 불과한 국유기업이 상장기업수의 40%, 시가총액의 55%, GDP 기여도 40%, 세수 기여도 50%를 차지하여 부채 비율 증가가 정부 부담으로 전이될 수 있음.
- (상대 위험도) GDP 대비 기업 부채 비율이 전체 평균인 90.8%를 크게 상회하고 있으며, 부채 비율이 높은 일본(105.0%) 인도(132.0%)에 비해서 매우 높아 상대적 위험도 역시 높음.
  - 특히 기업 부채의 30%를 그림자금융에 의존하고 있어 수익성 악화에 따른 채무불이행 발생 시 연대 부실화 우려도 상존함.

<기업 부채 및 GDP 대비 기업 부채>



주: 막대그래프 내 숫자는 부채 규모  
자료: CEIC, Bloomberg

<GDP 대비 기업 부채 상대 비교>



주: '15년말 기준  
자료: CEIC, Bloomberg

- 더욱이 최근 철강, 시멘트 등 전통 설비과잉 산업들의 부실, 도산이 증가하면서 기업부도 리스크가 확대됨.

※ 철강, 석탄, 시멘트 산업의 적자기업 비중이 '15년말 기준 각각 80%, 50%, 40%에 달하는 등 가동률이 크게 하락

## 2) 정책대응 위험도

### □ 출자전환 등 적극적 정책대응으로 위험도 '중립'

- 중국 정부는 기업의 수익구조 악화에 따른 채무 부담 완화를 위하여 부실채권을 주식으로 전환하는 '대규모 출자전환(Debt-Equity Swap)' 정책을 추진 중에 있음.
  - 중국은 은행법 상 은행이 비금융회사 지분을 소유하는 것을 금지하고 있으나, 최근 기업들이 과도한 부채 문제로 유동성 위기에 직면하자 일시적으로 동 정책을 시행함.
  - 그러나 대규모 출자전환 방식이 기업부채 문제의 근본적인 해결책은 아니며, 한계 기업들의 퇴출을 저해할 수 있어 정책효과성에 대해서는 지속적인 모니터링이 필요함.
- 아울러 자본시장 육성을 통하여 기업들이 부채를 줄이고 증권시장에서 자금을 원활히 조달할 수 있는 정책을 추진 중임.
  - 이를 위해 금융 당국은 통화정책을 추가로 완화하여 올해에도 회사채 발행 규모를 전년 대비 30% 이상 증가시킬 계획임.
  - 또한 기업의 자금조달 방식이 대부분 은행 대출에 의존하는 것이 기업 부채 확대의 주요 원인으로 파악되어 채권, 주식 등을 통한 직접조달 방식으로의 전환을 적극 추진 중임.

## 라. 은행부실 : 종합진단 결과 ‘중립’

### 1) 절대·상대 위험도

□ 상승 추세이나 타국에 비해 낮아 절대·상대 위험도 모두 ‘중립’

○ (절대 위험도) 중국의 부실채권(NPL) 비율은 2011~13년 중 1.0% 수준이었으나 2015년에는 1.67%까지 상승했으며, NPL 규모도 1.3조 위안으로 2011년에 비해 3배 이상 확대됨.

- 금융 당국은 현재 상업은행 NPL 비율이 2016년 3월 1.75%를 기록하며 11분기 연속 상승한 것으로 발표함.

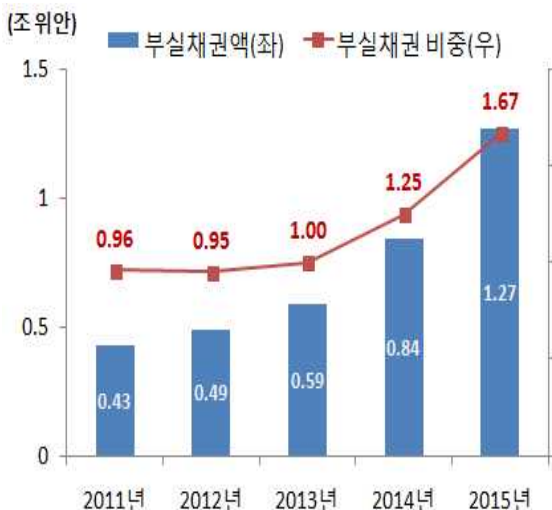
- 그러나 은행부실 비율이 최고치였던 2004년(17.5%) 대비 낮은 수준이며, 정부가 2% 이하로 관리를 강화할 계획이어서 위험도는 높지 않음.

※ '15년 3분기 자기자본비율<sup>14</sup>(BIS)이 약 13%로 BIS기준인 8%를 상회하며, 대손충당금 적립률도 190%로 개도국 평균인 80%보다 높음

○ (상대 위험도) 중국의 NPL 비율은 전체 평균, 선진국 및 개도국 평균에 비해 모두 낮아 위험도는 높지 않음.

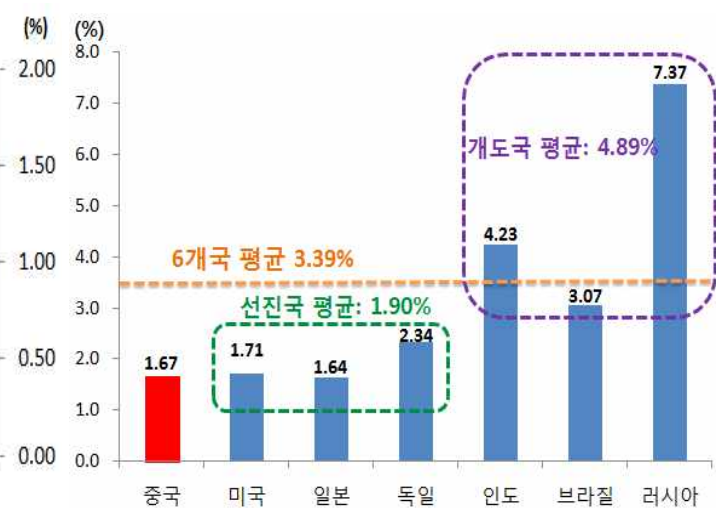
- 그러나 최근 중국 기업의 부채상환 능력 악화와 NPL 과소계상 문제 등이 은행건전성에 지속적으로 부정적인 영향을 줄 것으로 보임.

< 부실채권액 및 부실채권 비율 >



주: 막대그래프 내 숫자는 부실채권 규모  
자료: Bloomberg, World Bank

< 부실채권 비율 상대 비교 >



주: '15년말 기준, 독일은 '15년말 기준  
자료: Bloomberg, World Bank

14) 위험자산에 대하여 최소 8% 이상의 자기자본을 유지하도록 하게 하는 것으로 자기자본비율은(자기자본/위험가중자산)\*100임.

- 한편 최근 유로존, 일본계 은행의 과도한 NPL 문제로 리스크가 확산되어, 일부 은행들이 일시적인 파산위기에 처하는 등 중국 은행에 비해 상대적 위험도\*가 더욱 높은 것으로 파악됨.

\* '15. 6월 기준 유럽계 은행 NPL 평균 6.4%로 중국의 3배 이상 수준

※ '15년 기준 도이치뱅크, 크레디트스위스는 각각 △68억 유로, △28억 유로의 순손실을 기록했으나, 중국의 5대 국영은행 순이익 평균은 250억 유로(1,850억 위안) 시현

## 2) 정책대응 위험도

### □ 자산유동화증권 발행 등 적극적인 정부대응으로 위험도 '낮음'

- 2016년 2월 공상은행, 건설은행 등 6개 대형은행에 대해 총 500억 위안 규모로 NPL을 기초자산으로 하는 자산유동화증권<sup>15)</sup>(ABS) 발행을 허용함.

- 그러나 이는 2015년 기준 NPL 규모의 약 4% 수준으로 정책효과가 0.07% 포인트 하락에 불과함. 향후 정부는 NPL 정리수단의 과급영향을 고려하여 점진적으로 확대해 나간다는 계획임.

- 2016년 3월 인민은행은 국유기업의 NPL을 은행권으로 단순 이전하지 않는 조건으로, NPL을 해당 기업의 주식으로 전환하는 'NPL 출자전환\*' 정책을 추진 중임.

\* 파이낸셜타임스는 '16년 3월 NPL 출자전환액이 1,200억 달러(약 7,800억 위안)에 달한 것으로 보도

- 동 정책을 통해 기업은 부채 비율을 낮추고 이자비용을 경감하는 한편, 은행은 NPL 비율과 대손충당금을 줄일 수 있을 것으로 보임.
- IMF는 출자전환이 근본적인 해결책이 아닌 일시적 대책에 불과하며, 은행건전성을 악화시켜 부실문제를 심화시킬 수 있다고 지적함.

15) Asset Backed Securities. 자산유동화증권이라고 하며 부동산, 매출채권, 유가증권, 주택저당채권, 기타 재산권 등과 같은 유형·무형의 유동화자산을 기초로 하여 발행된 증권을 의미함. 금융기관은 보유자산을 유동화해 다양한 자금조달 수단의 제공, 조달비용의 절감, 구조조정 촉진과 재무지표 개선 등에 활용함.



### 3. 시나리오별 경제성장 예측

□ (시나리오 1) 구조개혁 노력 등의 정책효과 발생 시 중속성장 지속

- 정부의 구조개혁 노력, 효과적인 금융리스크 관리 등에 따른 정책 효과 발생 시, 6%대의 중속성장을 지속해 나갈 것으로 예상됨.
  - 특히 중국 정부는 구조개혁에 따른 성장률 둔화에 대응하여 재정적자 비율을 상향\* 조정하고 완화적 통화정책을 실시할 계획임.
  - \* '15년 GDP 대비 재정적자 목표 비율을 2.3%에서 올해 3.0% 수준으로 상향
- 영국 Economist는 중국 경제가 단기적으로는 성장률 둔화를 피할 수 없으나, 강력한 정부정책 의지 등에 힘입어 중장기적으로 경착륙 가능성은 낮은 것으로 전망함.

□ (시나리오 2) 정책효과 지연·실패 시 역'N'자형 성장 불가피

- 정부의 정책효과 지연·실패와 함께 금융리스크가 현실화될 경우, 성장률이 5% 미만으로 급락할 수 있음.
  - 4대 금융리스크는 단일 리스크 발생 시 연쇄적인 영향을 주어 중국 경제 경착륙을 야기할 가능성이 높음.
- 중국 경제의 경착륙은 자원수출국과 중국 의존도가 높은 동아시아 국가 경제에 큰 타격을 줄 것으로 예상됨.

※ 한국은 중국 경제성장률이 5% 미만으로 떨어질 경우 경제성장률 및 수출이 각각 1.0%p, 4.0%p 하락할 것으로 전망(현대경제사회연구원)

< 시나리오별 경제성장 예측 >



출처: 저자 자체 작성

## 4. 종합진단 및 우리의 대응방안

### (1) 종합진단

- 금융리스크는 아직은 관리 가능한 수준으로 '경착륙 가능성'은 높지 않음
  - 중국의 금융리스크는 현재 '위기' 수준이 아니라, 구조개혁에 따른 일시적 '악화' 상태로 파악됨.
    - 이는 과거 적극적인 경기부양의 부작용을 해소하고 성장 패러다임을 중속성장 체제\*로 전환함에 따른 과도기적 현상으로 사료됨.
    - \* 시진핑 정부는 올해 3월 개최된 양회<sup>16)</sup>에서 '성장목표 하향 조정'과 '공급부문 개혁' 등을 주요 과제로 제시하는 등 '중속성장 체제'로의 전환을 공식 선언
  - 정부정책 효과도 높고 선진국에 비해 재정·통화정책 여력이 충분하여 금융리스크는 통제 가능한 것으로 사료됨.
    - 그러나 최근 금융리스크 우려에 따른 경착륙 이슈가 지속 대두되는 사유는 소로스 등 헤지펀드 환투기 세력 가세, 해외 주요 언론기관과 투기세력과의 연계 가능성에 기인한 것으로 분석됨.
    - 특히 소로스는 2016년 1월 다보스 포럼에서 중국 경제가 경착륙할 것이라고 주장함. 현재 위안화 가치 하락에 대한 옵션 투기를 진행 중으로 당분간 경착륙 이슈는 지속될 것으로 보임.
    - ※ 소로스는 과거 '92년 영국 파운드화, '97년 말레이시아 링깃 및 태국 바트화에 대한 환투기로 해당국 경제에 막대한 피해를 끼침
  - 중국 정부의 적극적인 정책 대응, 양호한 경제 펀더멘털\*을 고려 시, 경착륙 가능성은 낮은 것으로 분석됨.
    - \* '16년 1분기 경제성장률, 고정자산투자 증가율이 각각 6.7%(목표 6.5~7.0%), 10.7%(10.5%), 10.5%(11.0%)로 목표 대비 상회
    - Morgan Stanley는 2016년 2분기 중국의 성장률을 6.7%에서 7.0%로 조정하였고 IMF 등도 성장률을 6.5~6.6%로 상향 조정함.

16) 중국 국회에 해당하는 '전국인민대표대회(전인대)'와 최고 국정자문기구인 '전국인민정치협상회의(정협)'를 지칭함.

## (2) 우리의 대응방안

### 가. 정부

- 중국 경제 경착륙을 가정한 국내 금융리스크 선제적 점검 필요
  - 현재 중국 경제 경착륙 가능성은 크지 않으나, 경착륙 시 우리나라에 미치는 높은 충격을 고려하여 부문별 금융리스크를 선제적으로 점검할 필요가 있음.
    - 특히 중국에 대한 경제 의존도가 높아 중국 경제 경착륙 발생 시, 자금 유출 등으로 국내 금융시장에 큰 충격이 예상됨.
    - 더욱이 우리나라는 금융시장 개방도도 높아 위기 발생 시, 해외 헤지펀드 등의 환투기 대상국으로 전락할 가능성도 배제하기 어려움.
  - 이를 위해 기간별 외화차입금 등에 대한 모니터링 강화, 주변국과의 통화스왑 확대 등의 적극적인 대응전략을 모색해야 함.
  
- 중국의 산업고도화 정책과 연계한 '민·관 산업협력' 방안 모색
  - 현재 중국은 새로운 산업혁명 시대에 발맞춰 산업체질 개선을 통한 경쟁력 강화를 위하여 '중국제조 2025\*'를 적극 추진 중임.
    - \* 2025년까지 글로벌 제조강국 대열 진입을 목표로 IT기술산업, 항공우주장비, 첨단 선박 등 10대 중점영역을 설정하여 산업고도화를 추진
  - 특히 휴대폰, 석유화학, 건설 등 전통산업은 물론 3D 프린팅, 인공지능 등 차세대 산업(4차 산업)에 대한 경쟁력 강화에 적극적임.
  - 민·관이 공동으로 중국의 산업고도화 정책에 대응한 산업협력 방안을 수립할 필요가 있음.
    - 구체적으로 민간기업, 정부 정책입안자 등 다수의 참여자가 인터넷 상에서 산업정책 의견을 실시간 공유할 수 있게 하는 '디지털 산업정책 플랫폼' 신설 등을 적극 검토해 볼 수 있음.

## 나. 기업

- 한·중 기업 간 전략적 협력을 통한 '신(新) 수익모델' 창출 필요
  - 세계경제 저성장, 공급과잉 등으로 경쟁을 통한 수익모델은 한계에 달함. 이에 중국의 유망기업과 합작회사 설립, 상호 간 지분출자 등을 통하여 중국 기업과의 '신 수익모델' 개발이 필요함.
  - 최근 중국의 신성장 분야에서의 급격한 기술진보 등을 고려 시, 중국을 이제는 '전략적인 협력파트너'로 보는 인식의 전환이 필요함.

## 다. 당행

- 중국 글로벌 성장기업에 대한 지분인수 등의 금융지원 확대
  - 우리 기업의 중국 유망기업에 대한 지분인수, 합작법인 설립 등을 위한 자금을 선별적으로 지원해야 함.
- 중국의 산업발전 동향 분석 등을 통해 대내외 정책수립에 기여
  - 급변하고 있는 중국의 신성장산업 추진 동향을 면밀히 분석하여, 우리 정부, 고객기업 앞 정책대응 자료를 적시에 제공해야 함.

문의 : 해외경제연구소 지역연구팀  
책임조사역 박종국(02-6255-5704)  
parkjk@koreaexim.go.kr

◆ 평가기준 해설

- 저자는 4대 금융리스크를 보다 객관적이고 비판적으로 진단하기 위하여, 정량 및 정성평가로 구분하여 위험도를 진단함.
- 정량평가의 경우 절대 및 상대 위험도로 나누어, 절대 위험도는 각 부문의 연도별 변화를, 상대 위험도는 국가 간 비교를 통한 상대적 크기를 평가하였음.
- 정성평가로는 정부의 정책대응 위험도를 1) 과거 정책의 효과성, 2) 현행 정책대응 및 의지 여부로 진단함.
- 위험도 수준은 해당 기준에 따라 낮음(1점), 중립(2점), 높음(3점)으로 설정하였고, 정량 및 정성평가에 각각 60%, 40% 가중치를 부여하여 종합점수를 도출하였음.
- 종합점수는 부문별로 1.4점 미만인 경우 '양호', 1.4~2.0점은 '중립', 2.0~2.6점은 '악화', 2.6점 초과는 '위기'로 진단함.

◆ 세부지표 및 판단기준 해설

- 최근 중국의 금융리스크에 대한 대부분의 대내외 보고서는 부문별 위험도에 대한 명확한 판단기준 없이 진단한 경향이 있음.
- 이에 저자는 부문별 위험도 측정을 위하여 다음과 같은 세부지표와 판단기준을 수립함.

① 부동산 버블(절대 위험도만 평가)

- 부동산 가격 및 투자액, 미분양 면적 증감률의 연도별('11~'14년 및 '15~'16.4월 비교) 변동성을 비교하여 위험도를 측정하였음.
- 그러나 연도별 변동성을 비교 측정할 때 연도별 측정치 단위가 각각 48개월 및 16개월로 상이하여 표준편차 비교가 어려워짐.

- 이에 표준편차를 평균에 대비하여 변동성을 상대적으로 측정하는 '변동계수' 분석을 통해 상기 문제를 해소함.

## ② 그림자금융

- 절대 위험도 측정은 2015년 GDP 대비 그림자금융액 비중을 2011~14년 평균과 비교하였으며, 상대 위험도는 중국과 비교 상대국(6개국)의 세부지표별 평균값을 비교하여 위험 수준을 평가함.

## ③ 정부·지방 및 기업 부채

- 정부·지방 부채는 OECD 정부 부채 위험도 판단기준인 GDP 대비 정부 부채 50%를 기준으로 절대 위험도를 평가함. 상대 위험도는 중국과 비교 상대국의 세부지표별 평균값을 비교하여 위험 수준을 진단함.
- 기업 부채는 OECD 등 국제기구의 위험도 판단기준인 GDP 대비 기업 부채 150%를 기준으로 절대 위험도를 평가함. 상대 위험도는 중국과 비교 상대국의 세부지표별 평균값을 비교하여 위험 수준을 진단함.

## ④ 은행부실

- 절대 위험도는 2015년 총 대출액 대비 부실채권 비중을 2011~14년 평균과 비교하였고, 상대 위험도는 중국과 비교 상대국의 세부지표별 평균값을 비교하여 위험 수준을 진단함.

## ◆ 평가지표의 한계

- 위험도 측정을 위해 사용한 세부지표는 국내외 연구기관들이 보편적으로 사용하고 있어 적용 시 큰 무리가 없는 것으로 사료되나,
- 판단기준의 경우, 정부·지방 및 기업 부채(OECD 등 국제기구에서 보편적으로 사용)를 제외한 나머지 부동산 버블, 그림자금융, 은행부실의 위험도 판단기준은 저자의 합리적 진단기준에 따른 것으로 보편·타당하게 사용하기에는 한계가 있을 수 있음.

## 1. 부동산 버블

구 분				위험도 수준		
대분류 (가중치)	중분류 (가중치)	세부지표 (전년동월 대비)	위험도 판단기준	낮음(1점)	중립(2점)	높음(3점)
정량 (60%)	절대 위험도 (100%)	부동산 가격 증감률(%)	'15.1월~'16.4월 16개월 표본의 변동계수*(A)와 '11.1월~'14.12월 48개월 표본의 변동계수(B) 비교	$A-B < -5\%$	$-B \leq 5\%$	$5\% < A-B$
		부동산 투자액 증감률(%)				
미분양 부동산 면적 증감률(%)						
	상대 위험도 (0%)	해당사항 없음				
정성 (40%)	정책대응 위험도	1) 과거 정책 효과성 2) 현행 정책대응 및 의지		모두 해당	하나만 해당	모두 미해당

\* 변동계수 = (표준편차/평균)\*100%

## 2. 그림자금융

구 분				위험도 수준		
대분류 (가중치)	중분류 (가중치)	세부지표	위험도 판단기준	낮음(1점)	중립(2점)	높음(3점)
정량 (60%)	절대 위험도 (50%)	그림자금융액 /GDP(%)	2015년 값(A)과 2011~14년 평균값(B) 비교	$A-B < -5\%$	$ A-B  \leq 5\%$	$5\% < A-B$
	상대 위험도 (50%)		2015년 기준 중국(A)과 6개국 평균값(B) 비교			
정성 (40%)	정책대응 위험도	1) 과거 정책 효과성 2) 현행 정책대응 및 의지		모두 해당	하나만 해당	모두 미해당

### 3. 정부·지방 및 기업 부채

구 분				위험도 수준		
대분류 (가중치)	중분류 (가중치)	세부지표	위험도 판단기준	낮음(1점)	중립(2점)	높음(3점)
정량 (60%)	절대 위험도 (50%)	정부·지방부채 /GDP(%)	2015년 기준 50%	45% 미만	45~55%	55% 초과
		기업부채 /GDP(%)	2015년 기준 150%	100% 미만	100~150%	150% 초과
	상대 위험도 (50%)	정부·지방부채 /GDP(%)	2015년 기준 중국(A)과 6개국 평균값(B) 비교	A-B < -5%	-B  ≤ 5%	5% < A-B
		기업부채 /GDP(%)				
정성 (40%)	정책대응 위험도	1) 과거 정책 효과성 2) 현행 정책대응 및 의지		모두 해당	하나만 해당	모두 미해당

### 4. 은행부실

구 분				위험도 수준		
대분류 (가중치)	중분류 (가중치)	세부지표	위험도 판단기준	낮음(1점)	중립(2점)	높음(3점)
정량 (60%)	절대 위험도 (50%)	NPL /총대출액(%)	2015년 값(A)과 2011~14년 평균값(B) 비교	A-B < -5%	A-B  ≤ 5%	5% < A-B
	상대 위험도 (50%)		2015년 기준 중국(A)과 6개국 평균값(B) 비교			
정성 (40%)	정책대응 위험도	1) 과거 정책 효과성 2) 현행 정책대응 및 의지		모두 해당	하나만 해당	모두 미해당



**첨부 2**

**4대 금융리스크 종합점수 결과표**

평가 항목		정량 평가		정성 평가	종합 점수 <sup>3)</sup>
		절대 위험도 <sup>1)</sup>	상대 위험도	정책대응 위험도	
부동산	부동산가격 증감률	1	- <sup>2)</sup>	1	1.4
	부동산개발투자액 증감률	3			
	미분양 주택면적 증감률	1			
그림자금융		2	1	2	1.7
부채	정부·지방 부채	1	1	1	1
	기업 부채	3	3	2	2.6
은행부실		2	2	1	1.6

주: 1) 위험도는 수준에 따라 '낮음(1점)', '중간(2점)', '높음(3점)' 3단계로 설정

2) 부동산의 경우 국가별 상대비교가 불가능하므로 평가대상에서 제외

3) 1.4점 미만인 경우 '양호', 1.4~2.0점은 '중립', 2.0~2.6점은 '악화', 2.6점 초과는 '위기'

출처: 저자 자체 작성

## < 참 고 문 헌 >

- 국가미래연구원, 4차 산업혁명과 금융규제 개혁 방안, 2016. 5.  
미래에셋증권, 중국 탐방기 '희망을 걷다', 2016. 5.  
한국수출입은행, 중국 경제현황 진단과 우리의 대응방안, 2015. 10.  
\_\_\_\_\_, 중국의 13차 5개년 계획으로 본 신성장 패러다임, 2016. 1.  
\_\_\_\_\_, 수출부진 타개를 위한 중국 소비재 시장 진출방안, 2016. 3.  
\_\_\_\_\_, 중국 PPP사업 현황과 문제점, 2016. 6.  
한국은행, 최근의 중국 부동산경기 동향에 대한 평가, 2016. 5.
- 国家信息中心、经济预测部, 「三大战略: 助跑中国经济」, 2015. 4  
国务院, 「2016 政府工作报告」, 2016. 3  
中国人民银行, 「2016年中国宏观经济预测」, 2015. 12  
中国银行, 「中国经济金融展望报告」, 2016. 3  
中国经济观察, 「中国经济进入风险之旅」, 2016. 4
- BIS, *International Banking and Financial Market Developments*, 2015. 12  
Euler Hermes, *China: Risk Assessment*, 2016. 3  
Financial Times, *China's house prices surge as efforts to cool market fall flat*, 2016. 4  
Global Research, *China's Financial Crisis Erupts Again-What's Next?*, 2016. 1  
Goldman Sachs, *China's Great Dilemma*, 2016. 1
- 매일경제(<http://www.mk.co.kr>)  
아주경제(<http://www.ajunews.com>)  
이데일리(<http://www.edaily.co.kr>)  
연합뉴스(<http://www.yonhapnews.co.kr>)
- 중국 국가통계국(<http://data.stats.gov.cn>)  
중국 경제 데이터베이스(<http://www.ceicdata.com>)  
중국 신화왕(<http://www.xinhuanet.com>)  
중국 심계서(<http://www.audit.gov.cn>)
- Bloomberg(<http://www.bloomberg.com>)  
Economist Intelligence Unit(<http://www.eiu.com>)  
FSB(<http://www.fsb.org>)  
IMF(<http://www.imf.org>)  
UN Comtrade(<http://comtrade.un.org/data>)  
World Bank(<http://www.worldbank.org>)