

2014년 중국 경제와 금융시장 동향 및 전망

안 유 화

국제금융실 연구위원



INDEX



Part A : 중국경제 전망과 리스크



Part B : 중국 금융시장 동향과 전망

Part A

중국 경제전망과 리스크



중국경제 전망 – 2014년 중국경제는 “온중구진(穩中求進)”

주요이슈 – 경제구조조정과 지방정부 부채 리스크

A.1.1 2013년 중국경기 지속적인 둔화

개혁·개방 이후 1978~2012년 기간동안 중국 GDP의 연평균 성장률 9.9%, 1인당 GDP의 연평균 성장률은 8.8%

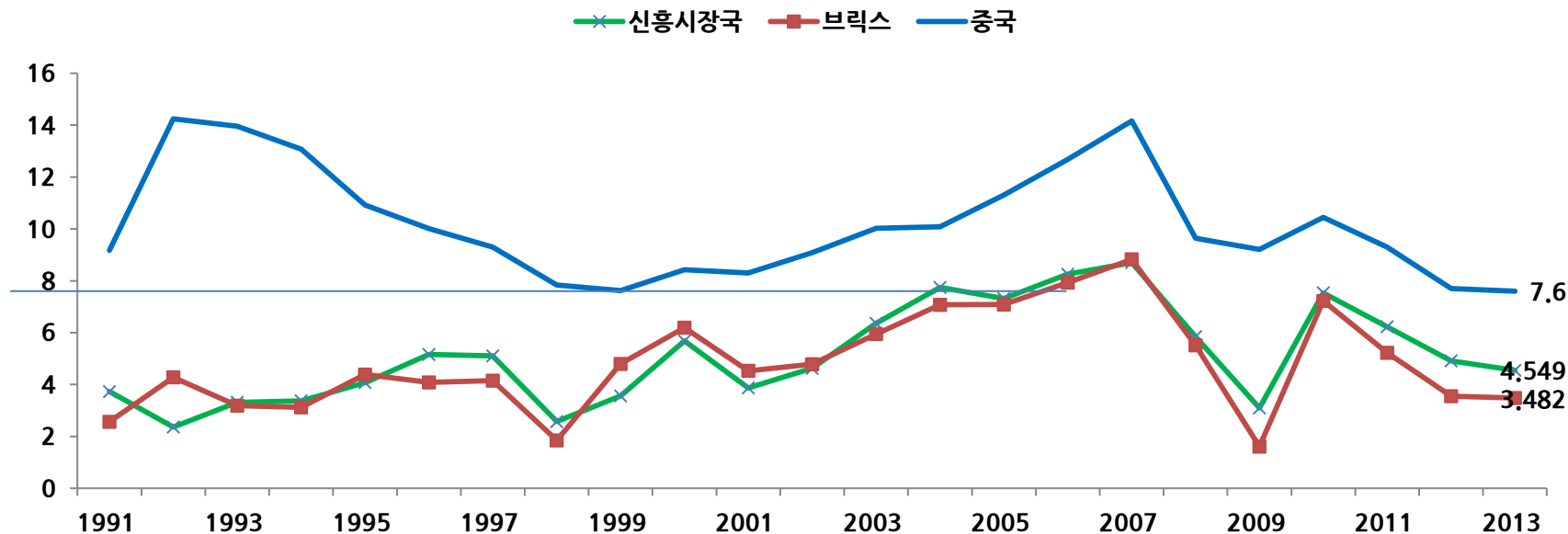
- 고성장기 한국의 8.4% (1963~95), 일본의 9.5% (1950~73) 상회
- 2012년 7.8% 성장률, GDP규모 51조9300억위안

중국경제는 과거 풍부한 노동력과 자본투입 확대 및 개혁개방에 힘입어 고성장을 유지하여 왔으나 투자의 한계효율 저하 등에 따른 잠재성장률 하락, 국내외 수요부진 등이 이어지면서 성장률의 추세적 둔화가 지속*

* 2010년 10.4% → 2011년 9.3% → 2012년 7.8% → 13.上 7.6% → 13년 전년 7.7%(예상)

- 금년 1/4, 2/4 및 3/4분기 중 각각 7.7%, 7.5%, 7.8%에 그쳐 여섯 분기 연속 7%대에 머물

1991~2013년 중국과 신흥국 GDP 성장률 추이 비교(%)



A.1.2 2014년 중국 GDP 성장률 7.3%~7.7% 예상

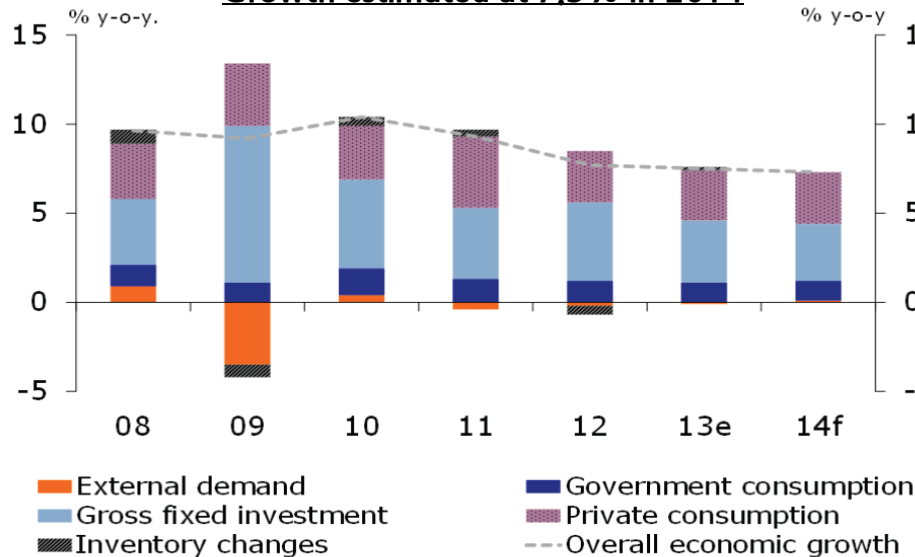
'13년 12월 10일 중앙경제공작회의 “안정 속 성장(穩中求進)” 유지 발표: GDP 7.5%(’13년), CPI 3.5%, 도시등록실업률 4.6% (중국지도자가 이해하는 안정적 성장)

- 우선적으로 3진(경제구조 조정, 개혁개방, 민생개선), 다음으로 3운(경제성장, 물가수준, 사회정세 안정)
- 중국정부가 경기부진 우려에도 불구하고 금융안정 리스크 관리와 구조조정을 통한 개혁정책을 강력히 추진할 방침임에 따라 성장세가 완만할 것

2014년 외수가 '13년에 비해 좋아질 전망이지만 투자주도의 내수가 여전히 경제성장의 주요 엔진역할을 할 것

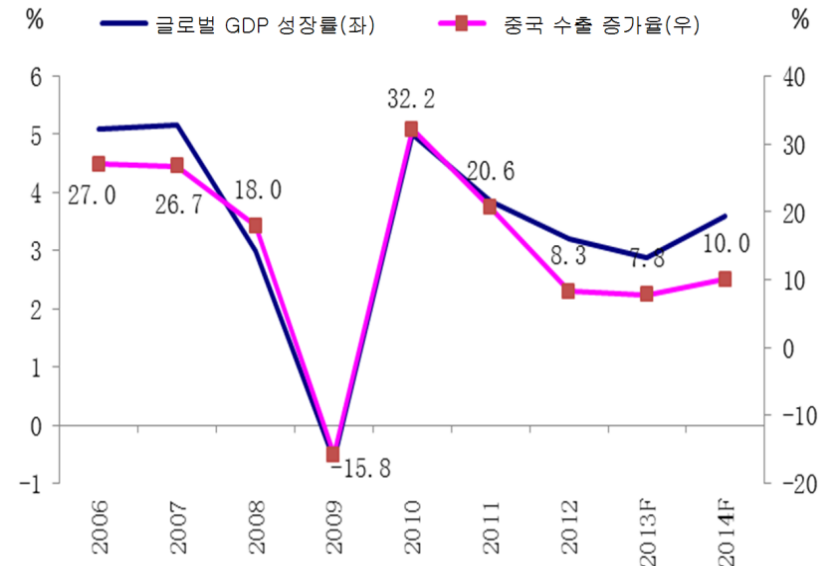
- '13년 전 3개 분기 경제성장에서 투자가 55.8%, 소비가 45.9%, 외수는 -1.7%, 2분기이래 투자가 소비를 초과하여 경제성장의 주요 동력으로 재 부상
- '13년 중국의 수출입 총액은 4조1603억달러로 전년대비 7.6% 증가, 수출입 총액이 4조달러를 돌파한 것은 이번이 처음. 수출이 7.9% 증가한 2조2100억달러, 수입이 7.3% 늘어난 1조9503억달러를 기록하면서 누적 무역흑자액이 2598억달러로 12.8% 증가. 하지만 4·4분기에 수출입 증가 폭이 감소하고 수출 증가율도 둔화세를 보이면서 경제성장을 하락에 대한 우려감도 있음. 이는 위안절상에 따른 영향이 가장 큰 것

Growth estimated at 7.3% in 2014



Source: EIU

글로벌 GDP 성장률 vs. 중국 수출 증가율





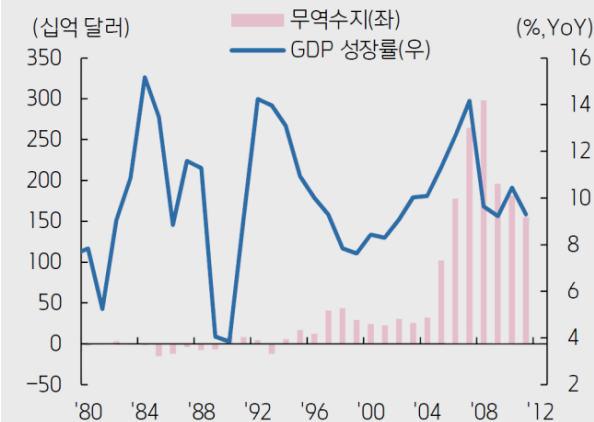
A.2.1 중국경제 구조적 문제 – 총수요 측면

	이론	특징	문제점
총수요 측면 - 중국의 경제성장은 정부주도의 투자-수출 주도형 특성을 보임	지속적인 경제성장을 이루기 위해서는 투자, 소비, 순수출 간에 적당한 균형 유지 필요	<p>개혁개방 이후, 특히 1990년대 중반 이후 소비율(최종 소비지출/GDP)이 지속적인 감소추세에 있었던 반면 투자율(총 투자액/GDP)과 수출 의존도(총 수출액/GDP)는 상대적인 증가 추세를 보임</p> <p>- 2012년 중국의 소비, 투자, 순수출이 GDP에서 차지하는 비중은 각각 49.2%, 48.1%, 2.7%</p> <p>투자는 정부가 조절할 수 있는 요소이기 때문에 정책 수단으로 용이</p> <p>- 금융위기 이후 투자로 경제를 성장시킨 중국은 부동산 버블이 나온 이후 투자가 위축되며 중국 경제도 하강</p> <p>중국의 국내수요(특히 민간 최종소비지출)는 아직 중국 경제시스템을 안정시키는 “내부 성장 엔진”으로서의 기능을 발휘하기에 부족</p>	<p>중국의 국내수요가 제 기능을 발휘하지 못하는 이유는 소득격차가 상대적으로 크고, <u>가처분소득(고부가가치산업육성+자본시장 육성이 부족)</u>이 낮고, <u>사회보장 기반이 비교적 약한 것과 밀접한 관련이 있음</u></p> <p>중국의 수출액은 국제사회(특히 유럽연합이나 미국)의 경제상황이나 대 중국 정책의 영향을 받음</p> <p>- 미국, 유럽연합, 일본이나 기타 경제권역에서 경제성장이 감소하거나 중국에 무역보호주의를 사용하는 경우 또는 위안화 평가절상을 강요하는 경우, 중국의 수출의존형 경제성장은 큰 위험에 직면하게 됨</p> <p>민간투자자와 정부투자 모두 어려운 국면에 처해 있음</p> <p>- 민간기업들은 제품의 생산비용이나 시장규모 등 다양한 요소들을 고려하여 투자를 결정하는데, <u>내수 증가세가 둔화되거나 외부 시장환경이 빠르게 변화하는 상황에서는 민간기업들의 투자의지가 약화되기 쉬움</u></p> <p>- <u>정부투자 또한 지방정부 부채 부담과 투자효율성 등 여러 가지 원인으로 각 종 어려움에 직면해 있음</u></p>

A.2.2 정부주도 투자의 한계성, 소비확대는 장기과제

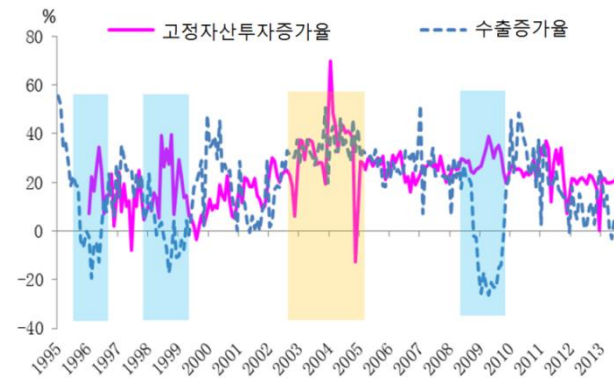
중국 무역수지 vs. 중국 GDP 성장률

중국 무역수지 증감

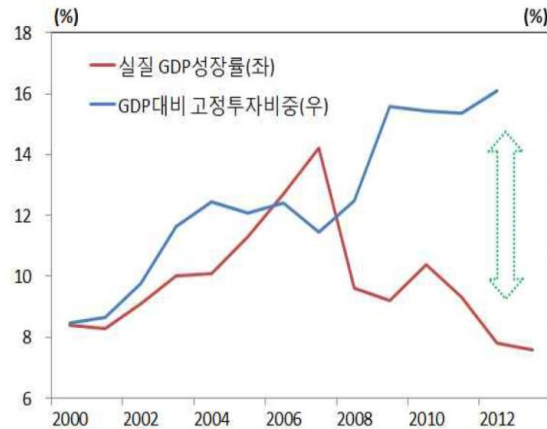


자료: 해관국, CEIC

중국 고정자산투자 및 수출 증가율의 변화

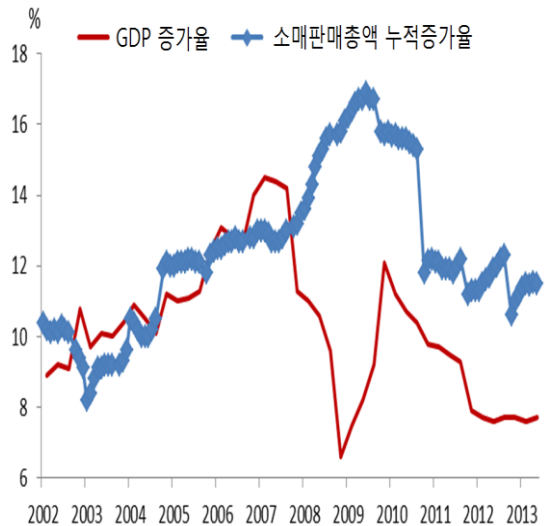


경제성장률 및 고정투자비중

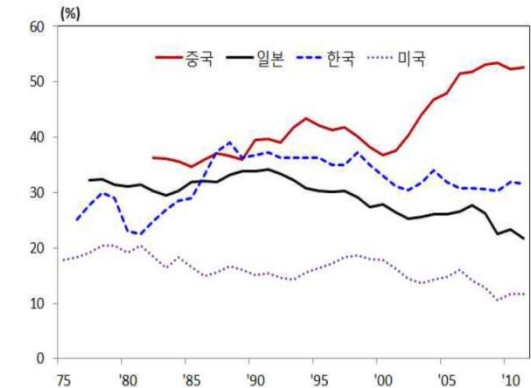


자료: 국가통계국

중국 소매판매총액 vs. GDP 증가율



주요국 저축율 비교



자료: World Bank

자료: CEIC, Wind

중국의 한계자본계수



자료: 日本総研(The Japan Research Institute)

A.2.3 중국경제 구조적 문제 – 산업구조 측면

	이론	특징	문제점
산업측면 - 전통적 인 노동 집약형 제조업 중심	한 국가의 GDP는 1차 산업, 2차 산업, 3차 산업의 부가가치를 모두 합친 값이며, 경제성장은 각 산업구조가 자원여건에 따라 점차 조정되고 업그레이드되는 과정을 통해 실현	<p>중국경제는 개혁개방 이후 농촌 인구가 비농업 활동에 종사하게 되면서 급격한 산업화 과정을 겪게 되었고, 노동집약형 제조업에 과도하게 의존하면서 “세계공장” 역할을 해옴</p> <p>- 2012년 1차 산업, 2차 산업, 3차 산업의 부가가치가 중국 GDP에서 차지하는 비중이 각각 10.1%, 45.3%, 44.6%</p> <p>- 2010년 제조업의 부가가치가 산업 전체 부가가치 및 GDP에서 차지하는 비중은 각각 69.5%와 32.5%에 달함</p>	<p>전통 제조업은 중국이 다른 나라보다 비교우위를 가지고 있는 풍부하고 저렴한 노동력으로 발전해왔지만 노동집약형 제조업을 중심으로 한 경제성장 모델은 다음과 같은 잠재된 위험요소를 내포</p> <p>- 인구 증가율 감소와 저출산으로 인한 고령화로, 중국의 거대한 인구 수가 가져다 준 경제적 혜택은 더 이상 기대하기 어려워지고, 인건비 상승은 이미 피해 갈 수 없는 현실</p> <p>- 설사 앞으로 인구가 크게 늘어나 중국이 계속해서 전통적인 노동집약형 제조업을 발전시킬 수 있다 하더라도, 중국의 제조업 초기단계에 머문 모방형 경제 수익모델은 선진국의 연구개발 중심 수익모델이나 후진국의 마케팅 중심의 저비용 수익모델보다 경쟁력이 적다는 점을 감안하면, 중국이 전통적인 제조업에 과도하게 의존할 경우 중국 기업들이 국제사회에서 높은 수익률과 강한 경쟁력을 확보하는 데는 한계가 있을 것</p> <p>- 또한 전통적인 노동집약형 제조업은 현대 농업이나 현대 서비스업과 비교해 봤을 때 에너지 낭비와 환경파괴를 야기할 가능성이 많기 때문에, 중국이 장기적으로 계속해서 전통적인 제조업에 의존해 경제성장을 이루려 한다면 점점 더 심각해지는 에너지 부족과 환경파괴 문제에 직면하게 될 것</p>

A.2.4 중국경제 구조적 문제 – 산업구조 측면

전체 산업 중 제조업 비중은 감소하고 서비스업의 비중은 증가, 2012년 4분기부터 3차산업이 2차산업 GDP 증가율 초과

· 서비스업 비중: 40.5(2001) → 43.5(2011) · 제조업 비중: 46.1(2001) → 47.9(2006) → 46.8(2011)

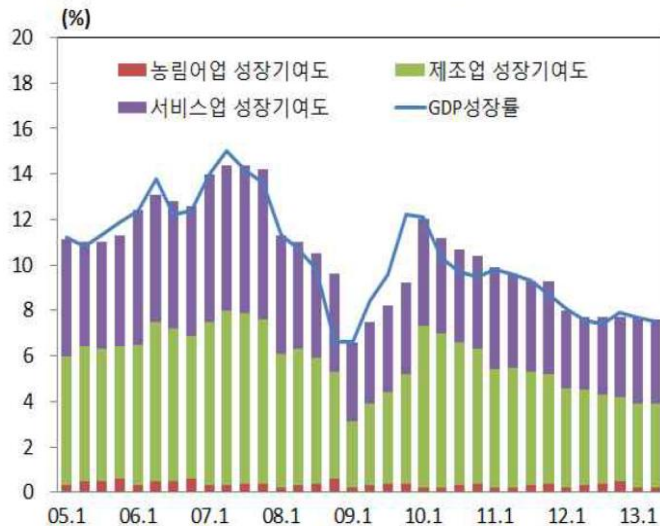
그러나 서비스업의 생산효율이 제조업에 비해 상대적으로 낮아 성장세 약화

· 업종별로 보면 도소매업이 전체의 19.6%로 가장 큰 비중을 차지하고 부동산(12.6%), 금융(12.0%), 운수보관(11.3%), 공공관리(10.2%) 등의 순
· 최근에는 금융보험, 과학·연구·지질탐사, 문화 등 첨단기술 투입비중이 높은 지식기반서비스업의 비중이 빠르게 확대되는 추세이나 그 비중은 아직 높지 않은 상태

→ 특히 서비스업의 핵심산업인 금융산업의 경우 양적인 면의 괄목할 만한 성장에도 불구하고 금리 및 자본자유화의 지연 등으로 질적 성장은 미흡한 수준

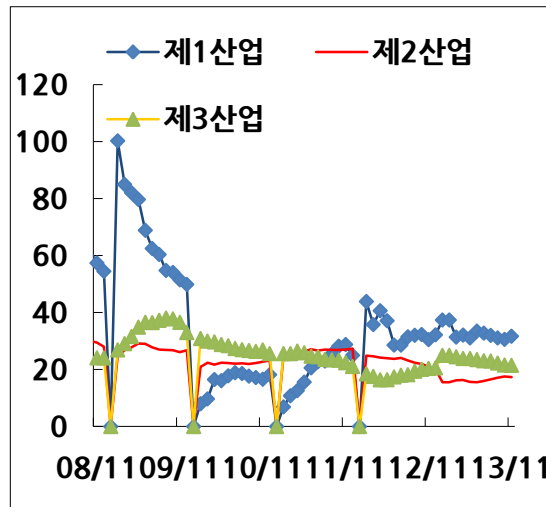
중국 국무원산하 발전연구중심(2030년 중국경제보고서, 2011.4): 내수확대·민생개선·기술혁신·환경친화 등으로의 경제발전 방식으로 전환하지 못할 경우 2016~2025년 중 5%, 2026~30년 중 4%선의 저성장에 직면할 것으로 전망

GDP성장률과 산업별 기여도



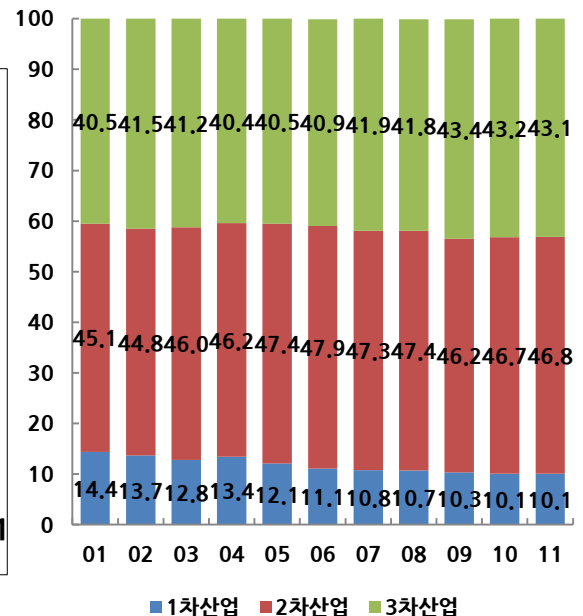
자료: 국가통계국

2008.10~2013.11 중국 산업별 고정자산투자 증가율 추이(%)



자료: CEIC, Wind

중국의 산업별 비중 추이 (%)





A.2.5 중국경제 구조적 문제 – 총공급 측면

	이론	특징	문제점
총공급 측면 - 생산요소 투입형 경제	<p>한 국가나 지역의 경제성장은 생산요소의 공급과 조합(중요소 생산성-TFP)으로 발전, 최근 <u>창조경제</u>로의 사회패러다임이 바뀌면서 가장 큰 영향을 미치는 요인으로 <u>생산요소</u>보다 <u>생산의 효율성, 창의성</u>이 강조되고 있음</p>	<p>계획경제 시대와 비교해 보면 개혁개방 이후의 중국경제는 토지, 노동, 자본 등 생산요소의 유동성이 점차 높아지면서 생산요소의 최적화 배치가 이루어졌으며 생산요소간 조합의 효율성도 다소 향상</p> <p>하지만 1990년대 중반부터 중요소 생산성이 중국 경제성장에 미치는 영향력은 약화되기 시작했고, 축적된 자본에 대한 의존도는 강해졌으며 한계자본계수도 단계적으로 높아졌음</p> <p>- 다른 나라들과 비교해 보면 중국의 연구개발 비용(R&D)이 GDP에서 차지하는 비중은 약 1.97%로 일본, 한국, 미국, 독일, 프랑스 등보다는 낮지만, 세계경제포럼(WEF)이 발표한 전세계 경쟁력 지수(GCI)를 보면 2012년 중국의 창의성과 기술활용 능력 점수는 각각 3.8과 3.5점에 달함. 이는 중국이 생산요소에 의해 성장하는 단계에서 현재 창의성 혁신경제에 의해 성장하는 질적단계로 전환하는 시기에 있음을 보여줌</p> <p>그러나 전체적으로 봤을 때 중국경제는 개혁개방 이후 주로 토지, 노동, 자본, 에너지, 환경 등의 요소를 집중 투입해 성장하여 왔고, 기술 혁신이나 제도혁신이 경제성장에 미치는 영향력은 상대적으로 작았음</p> <p>- 5년간 중국의 연평균 총통화 증가율은 18.7%로 인도(13.8%), 멕시코(10.6%) 등 여타 신흥국보다 높았음</p>	<p>토지, 노동, 자본 등 생산요소의 공급에는 한계가 있기 때문에 토지비용, 노동비용, 자본비용이 점점 높아질 경우 생산요소의 효율적 조합과 혁신으로 비용의 증가를 보완하지 못한다면 경제성장세의 급격한 둔화는 불가피하다는 점</p> <p>현재 경제 잠재성장에 대한 기여가 가장 많이 하락한 요인은 바로 노동력임. 매년 1,000만명의 노동자가 증가하던데에서 현재 매년 500만명 감소, 이로 인해 노동비용이 급격히 상승, 만약 기술이 빠른 발전을 가져오지 못할 경우 노동자 감소로 인한 잠재성장률의 하락을 보완하지 못하게 됨</p> <p>- 2012년부터 중국의 노동력은 증가하기는 커녕 하락하기 시작, '12년 한해만 345만명의 노동자가 줄어듬. '13년에는 그 감소폭이 500만명이 확대될 것으로 예상</p> <p>더 중요한 문제는 생산요소의 집중 투입으로 이뤄지는 경제성장은 과도한 에너지 소비와 심각한 환경파괴를 불러오기 때문에 중국과 같이 인구가 많은 개발도상국가의 경우 에너지 부족과 환경문제를 해결하는 일이 큰 부담으로 작용. 이는 결과적으로 에너지 리스크와 환경보호 비용 증가로 이어짐</p>

A.2.6 노동인력의 감소와 노령화 진전

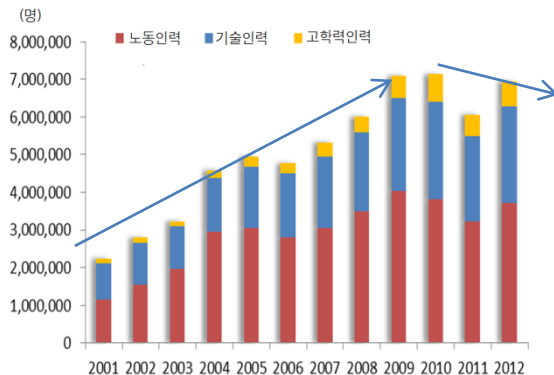
1가구1자녀 정책의 영향으로 2011년부터 청년층 인구, 2015년 전후하여 생산가능 인구가 감소할 전망

- 연평균 인구증가율: 1990~2000년 중 1.07% → 2000~10년 중 0.57%로 하락
- 출산율(total fertility rate): 1970년 5.5명 → 2010년 1.54명으로 계속 감소
- 생산가능인구의 감소, 임금상승 추이 등을 감안 시 **2015년 전후로 이른바 루이스전환점*(Lewisian turning point) 통과 예상(한재현, 2011.11)**
- 2003년부터 일부 지역을 중심으로 **단순노동력 부족현상이 발생하고 있고 이에 수반된 임금상승문제가 장기 추세화**
- 지난 10년간 중국의 연평균 임금상승률은 14%, 2011년 중 24개 도시의 최저임금 상승률은 22%
- 18기 3중전회 이후 "1가구1자녀"정책 완화

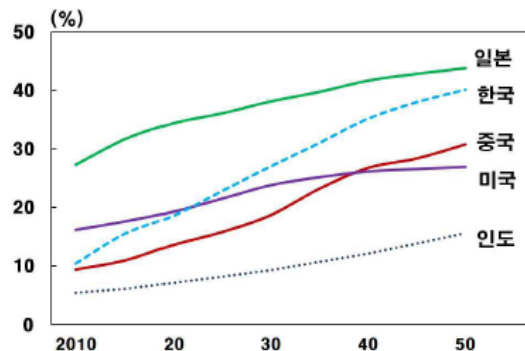
부양율* 이 2015년경부터 상승세로 전환 예상

- *부양율(dependency ratio) = (14세미만 또는 65세이상의 비생산인구)/(15~64세의 생산가능인구)
- 65세이상 고령인구비중이 2020년 12%, 2030년 16%에 달해 역사상 처음으로 공업화 단계에서 고령사회(동 비율 14%이상)에 진입할 것으로 예상('12년말 60세 이상 노년인구 1.94억명, 전체인구의 14.3%, '13년 2억명 돌파예정, '25년에는 3억명, '34년에는 4억명 예상-중국민정부 사회복지 및 자선사업촉진국 Wang SuYing 국장)
 - 따라서 앞으로는 노동 등 생산요소의 양적투입에 의한 성장보다 **물적·인적자본의 질적 개선, 기술개발을 위한 연구개발 확대 등을 통한 경제성장전략 추진이 불가피**

저가노동력의 수급상황이 악화되고 있음



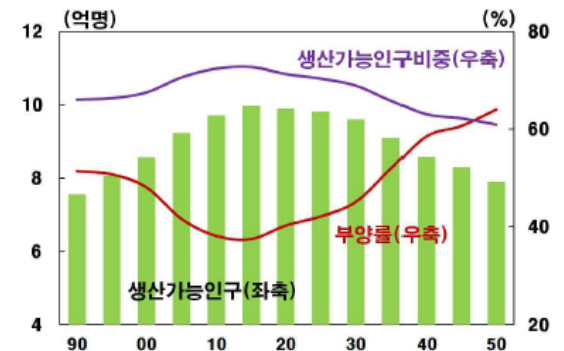
주요국의 65세 이상 인구 비중 전망



자료 : UN

출처: 중국의 소비주도 성장패러다임 전환의 제약요인 (BOK, 국제경제정보, 2012.6.19)

생산가능인구와 부양율¹⁾ 전망



주 : 1) (전체인구-생산가능인구)/생산가능인구

자료 : UN

A.2.7 중국의 신용공급과 실물경기간 디커플링 요인

금년 들어 중국은 연간 목표치를 상회하는 신용공급*에도 불구하고 산업 생산 등 실물경기 호전이 기대치를 하회하는 등 경기 회복세가 다소 미진한 모습

* 5월말 M2증가율은 15.8%로 연간목표치(13%)를 상당폭 상회, 1~5월 중 사회용자총액 증가액도 9.1조위안으로 전년동기대비 52% 증가, 그럼에도 불구하고 2분기말 GDP 성장률은 7.5%의 최저점을 보임

이와 같은 신용공급과 실물경기간의 디커플링은 정부에 의한 투자 중심 성장의 한계 가능성 등에 기인하는 것으로 보임

- 신용공급 확대가 대내외 수요부진 및 부동산 규제 등의 정책요인 등에 따라 민간투자 및 소비 부문의 활성화로 이어지지 못하고 대기성 자금에 머무는 등 신용공급의 실물부문으로의 전이 경로가 약화

〈GDP·산업생산과 M2증가율의 교차상관계수〉

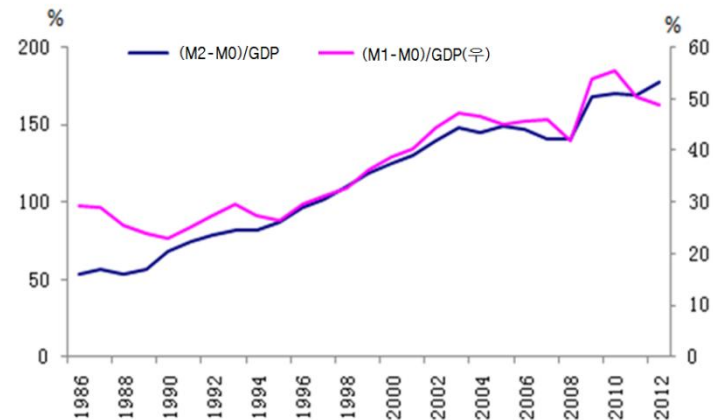
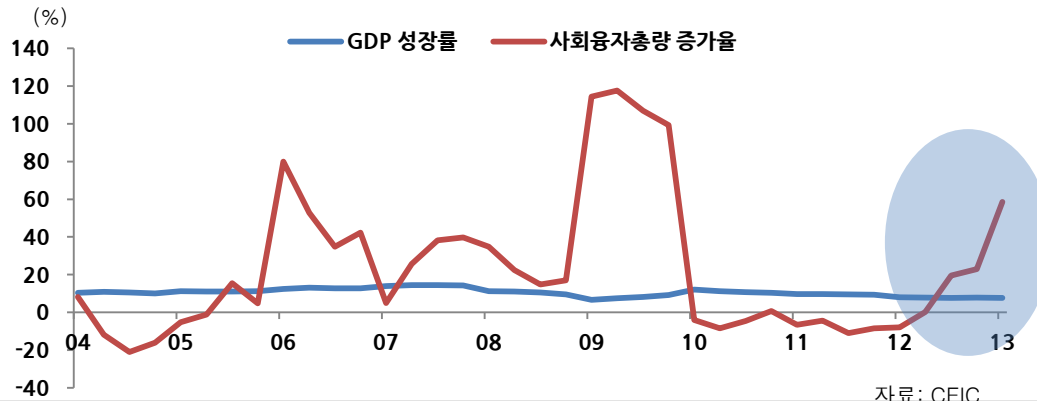
M2 증가율이 GDP증가율을 선행				
0분기	1분기	2분기	3분기	4분기
0.21	0.27	0.25	0.19	0.07

M2 증가율이 산업생산을 선행				
0분기	1분기	2분기	3분기	4분기
0.19	0.24	0.22	0.16	0.03

자료: 자체 시산(1999.1Q~2013.1Q)

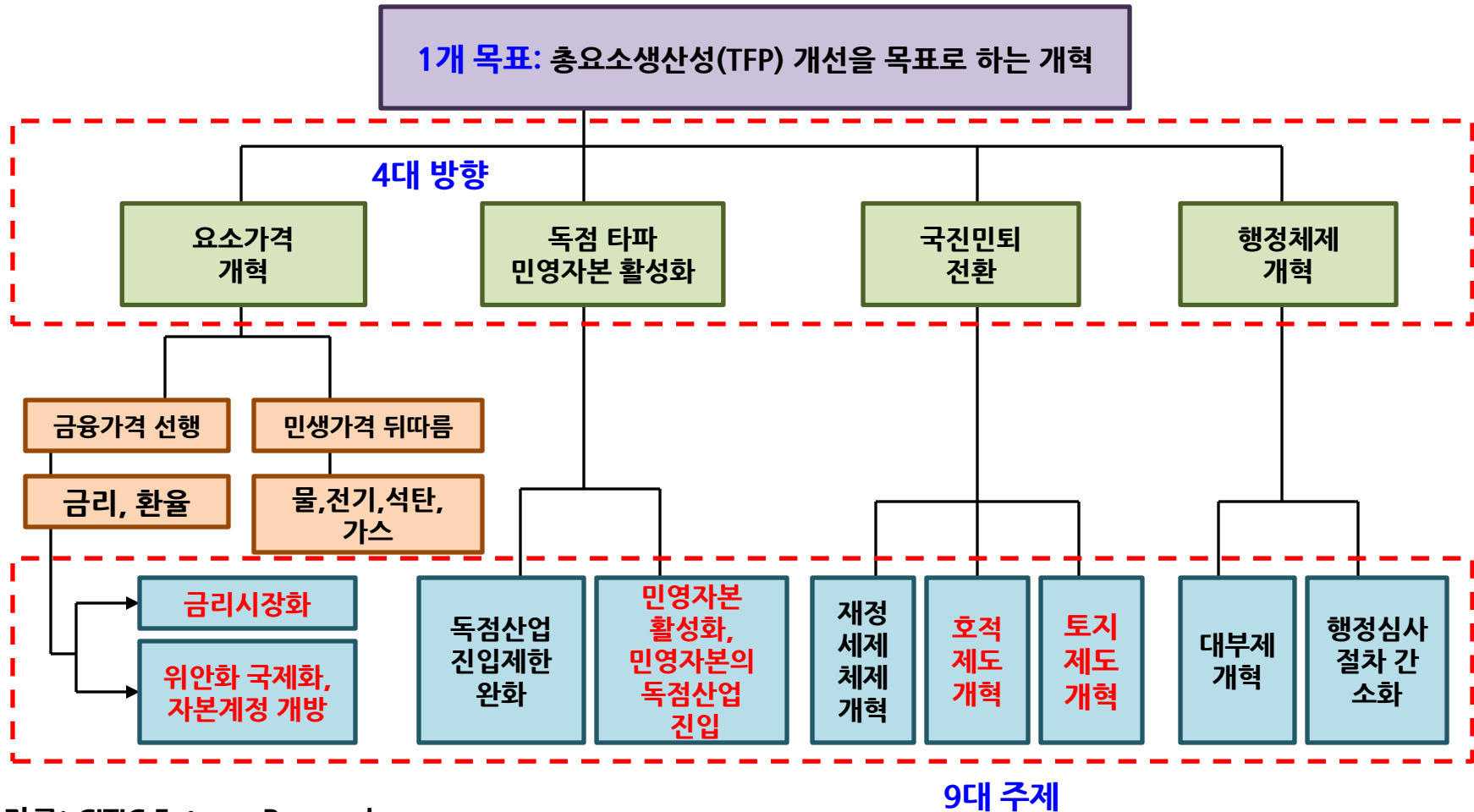
단위당 GDP 수요되는 통화량이 뚜렷하게 증가하는 추세

〈Growth of total social financing vs. GDP〉



A.3.1 중국 시진핑 지도부 개혁 로드맵

3중전회 및 향후 중국의 개혁 로드맵



자료: CITIC Futures Research

A.3.2 2014년 지속적인 개혁 추진 예상

18기 3중대회결정에 따라 경제체제개혁 심화가 예상되고, “적극적인 재정정책과 온건한 통화정책” 실행

단계를 나누어 추진하는 정부기구 간소화와 심사권한을 하부기관에 이양하는 조치는 계속 진행

금융개혁과 자원상품 가격 개혁 추진

민생분야 개혁 추진강도가 높아질 것: 보험자금과 양로기금 및 은행의 보장성 임대주택에 대한 투자를 격려

18기 3중대회 경제체제개혁 가능한 정책 요점 정리

분야	판단	주요내용
정부 개혁	정부기구 간소화, 권력이양, 정부기구조정 추진, 경제심사권한 취소 및 이양	정부기구 조정, 중앙부터 지방까지 규칙에 따라 점진적으로 추진 반부패, 반사치, 권력행사의 투명성 제고, 정책 피크 통과 정부기구 간소화, 권력이양, 단계를 나눔. 먼저 단계의 세칙을 확정된 이후 다음 단계 진행
재정 정책	예산 투명화, 재산권과 직권 대등의 재정개혁방향, 감세정책, 정부지출 절감	수입측: 세수 증가속도 완화 예상, 토지양도금 회복, 재정 리스크 주의 세수: 영업세의 부가가치세 전환 추진, 부동산세 시범지역 범위 확대, 자원세비와 광산자원 유상사용제도 개혁방안 마련
금융 개혁	위안화 환율과 금리 개혁 안정적 추진, 구체적으로 위안화 절상 기대와 국내 금융체제 리스크 억제 상황에 근거함	위안화 국제화와 환율개혁, 위안화 환율의 일변동구간 확대, $\pm 1\%$에서 $\pm 1.5\%$로 확대될 것으로 예상 , 주민 해외투자 시범 추진 금리개혁, 은행예금과 대출금리의 완화, 예금금리 상한은 기준금리의 1.1배에서 1.2배로 확대 , 예금대출 기준 금리 간소화 주식시장 발행제도 개혁
가격 개혁	자원 상품가격 형성체제 개선, 인플레이션 압력에 따라 진전상황 결정	수도세: 단계적으로 수도세 도입 전기가격: 전기와 석탄 병행, 단계적 전기가격, 수도와 전기의 온라인 가격형성체제 마련 오일가격: 완제품 가격형성체제 마련, 가격조정폭 제한 취소, 매매 종류 조정 가스가격: 민간용과 상업용 천연가스 가격개혁은 단계를 나누어 실시
도시화 계획	사람의 도시화를 핵심으로, 신형 도시화 회의 소집, 연말 규칙 출시 가능성 있음	중소도시의 요소 결집능력 주목, ‘시민화’ 비용 분담체제 명확화 기존 도시화 지역은 요소 결집문제 해결, 환경오염, 도로정체, 공공서비스 공급 부족 등 문제 해결 관련 공공서비스 및 사회보장제도 개선, 농민의 합법적 권리 보호

자료: 공개된 자료 모음, 정책분류는 발개위의 “2013년 경제체제개혁 심화 주요사업에 대한 의견” 참고

A.4.1 중국경제 리스크: 장기 목표와 단기경기부양간 상충

최근의 대내외 경제 환경에 대처한 단기 경기부양 보다, 산업 구조조정 및 구조적인 과잉 유동성 해소 등 경제개혁에 대한 강한 의지를 보임

- 국무원은 단기금융시장 자금경색 현상이 심화된 6.19일, 상무회의에서 경제모델 전환과 금융재원의 효율적 분배에 집중한다는 기존 방침을 재차 확인

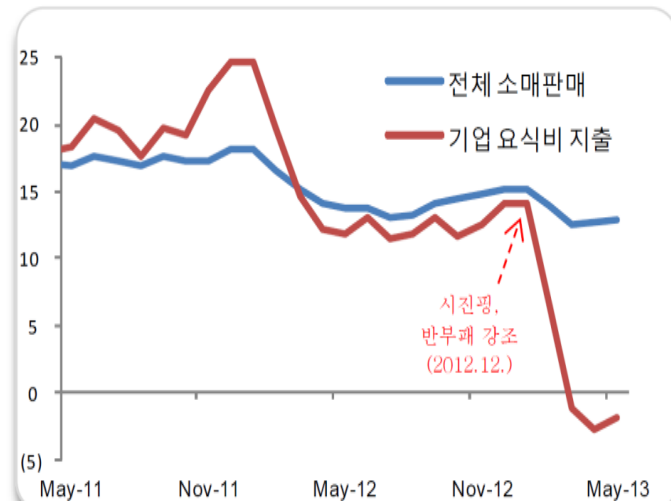
정부의 중장기 핵심전략과 단기 경기부양 필요성간의 상충이 다방면에서 발생할 가능성, 중국 정부의 정책 스탠스에 따른 중국경제의 성장률 둔화는 불가피

- 구조개혁에 대한 정부의지를 감안할 때 경기회복 지원을 위한 통화완화 조치의 가능성이 과거에 비해 크게 낮아질 전망
- 향후 성장경로와 관련하여 금융안정 위험의 선제적 관리에 따른 디레버리징 우려 등으로 하방위험(下行压力)이 증가

장기 핵심 정책과 단기 성장간 상충

장기 핵심 과제		단기 위험
정책 내용	목적	부작용
반(反) 부패	공평, 사회안정	소비 위축, 성장 둔화
낙후지역 개발	성장, 지역격차 해소	과잉(중복) 투자, 투자위주의 불균형 성장
임금인상	소비 촉진, 빈부격차 해소	기업환경 악화
부동산 가격 억제	민생안정, 부동산 거품 제거	지방정부 채무 악화
호구제 개혁	계층간 격차 해소	기존 대도시 실업 증가
국유기업 개혁	경쟁력 강화	실업 증가 및 사회혼란

<그림 4> 전체 소매판매 및 기업 요식비 증가율(%)



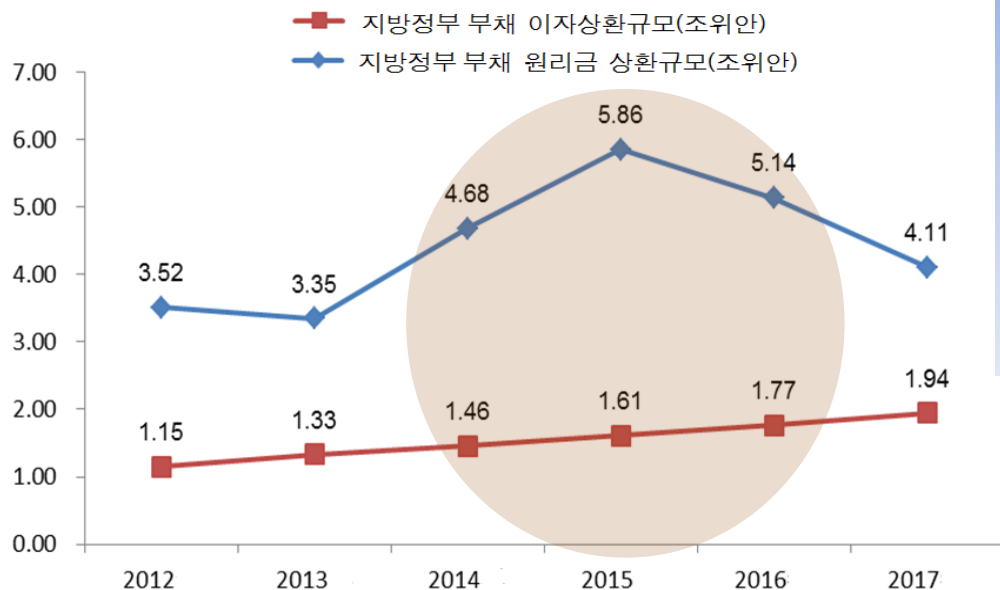
*자료: CEIC

A.4.2 지방정부 부채 리스크가 수면위로

지방정부융자플랫폼(LGFV) 대표로 하는 지방정부 부채 원리금 상환부담이 올해부터 앞으로 3년간 가중 될 전망

- 금년 상환해야 할 원리금 부채규모가 4.68조위안, 이자만 1.46조위안 규모(東方證券)
- 부채상환율 1 기준으로 금년 28.6%로 한계치 20%를 훨씬 넘어 '15년에는 33.2%에 달해 리스크가 부각될 전망
- 부채상환율3 기준으로 올해 155.2%로 한계치 100%를 50% 이상 초과되었고, '15년에는 180.3%에 달할 전망

앞으로 3년은 지방정부 부채 원리금 상환부담 가장 크게 됨



지방정부 부채 상환율 추산 (%)

년도	부채 상환율1 (≤20%)	부채상환율2 (≤100%)	부채상환율3 (≤100%)
2012	24.7%	36.3%	138.1%
2013	22.1%	31.6%	119.3%
2014	28.6%	41.4%	155.2%
2015	33.2%	48.5%	180.3%
2016	27.0%	39.8%	147.0%
2017	20.0%	29.7%	108.8%

부채상환율1: 지방정부 부채 원리금/(지방정 부채정수입+중앙 세수반환액+지방정부펀드수입)

부채상환율2: 지방정부 부채 원리금/(지방정부 재정수입+지방 정부펀드수입)

부채상환율3: 지방정부 부채 원리금/(0.3*지방정부 재정수입 +0.2*지방정부펀드수입)



A.4.3 지방정부 부채의 대부분이 인프라 및 부동산 관련 투자에 사용

지방정부 부채 사용처의 78%가 도시건설 등 인프라 및 부동산 관련 투자에 사용

- 따라서 부동산 경기악화는 투자비용 회수 및 토지양도 통한 부채상환 계획에 어려움 가중

지방정부 2009~2012년 대차대조표

단위 : 억위안	2009	2010	2011	2012
자산합계	288,576	324,814	337,565	358,176
고정자산 :				
비경영성 자산	92,633	114,800	120,540	126,567
토지보유가치	99,068	104,282	109,771	115,548
비상장기업지분	59,091	62,046	65,148	68,405
유동자산 :				
지방정부예금	15,423	18,045	20,464	23,200
상장회사보유지분가치	22,361	25,641	21,643	24,455
기타자산				
부채합계	106,253	137,218	148,346	170,427
지방융자회사대출	73,800	90,900	91,000	92,500
지방채권잔액	6,000	12,000	18,000	19,500
상급정부조달부채	4,254	4,478	4,702	4,937
기타회사/개인 부채	9,928	10,450	10,973	11,521
우발채무:				
도시건설채	6,172	9,444	13,516	25,468
기초시설신탁	6,100	9,946	10,155	16,502
순자산	82,323	187,596	189,219	187,748

지방정부 2011~2017년 자금수급 균형조건

(단위 : 억위안)	2011년	2012년	2013년 (E)	2014년 (E)	2015년 (E)	2016년 (E)	2017년 (E)
자금공급							
은행대출	28,104.59	18,774.06	13,621.8	16,000	18,000	16,000	16,500
지방채	2,000	2,500	3,500	5,500	8,000	8,000	8,000
도시건설채	3,641.5	9,749	9,113.55	15,500	20,000	20,000	15,000
신탁융자	7,028	11,237	13,763	15,000	16,000	16,000	15,000
보험자금계획융자		1,763	2,000	2,500	4,000	3,500	3,500
상급정부에서 융자	1,122	1,400	400	1,000	1,000	500	500
합계	41,896.09	45,423.06	42,398.35	55,500.0	67,000.0	64,000.0	58,500.0
자금수요							
Borrowing for Repaying	3,500	9,698.25	5,420.78	16,650.81	26,090.65	16,442.33	3,331.29
지방정부 기초시설 및 서비스투자	38,396.09	35,724.81	36,977.57	38,826.45	40,767.77	42,806.16	44,946.47
합계	41,896.09	45,423.06	42,398.35	55,477.26	66,858.42	59,248.49	48,277.75
균형조건							
사회융자금모 적당한 증가속도			17.3%	19.2%	19.4%	14.4%	14.0%

자료 : Wind, 동방증권연구소

A.4.4 지방정부 재정수입의 지속적인 감소

중국 지방정부들의 투자계획은 많이 있으나 **재정이 불안하기 때문에 적극적으로 추진하지 못하는 상황**

- 재정수입과 지방 토지수입도 모두 하락, **지방정부 재정 악화가 심각해질 경우 중국 전체 성장을 훼손시키는 위험요인으로 판단**

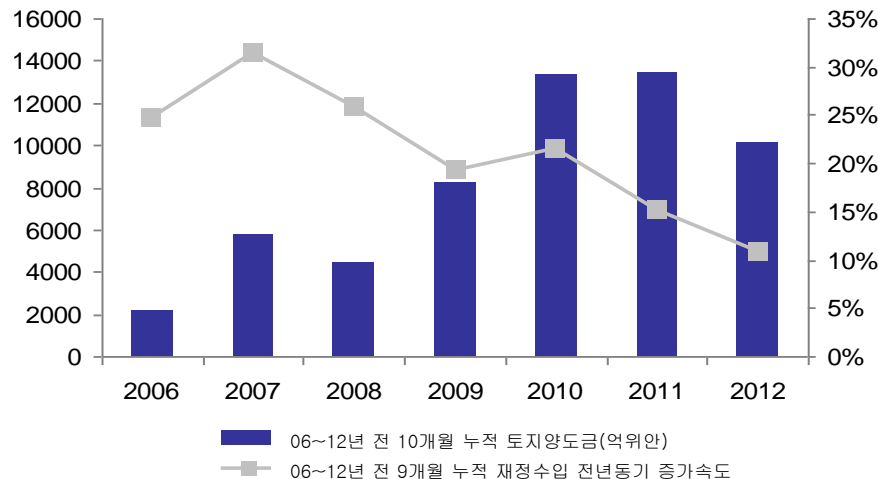
중국의 2013년 상반기 세입은 5조 6,261억위안으로 전년동기대비 7.9% 증가에 그쳐 지난 해 상반기(9.8%)에 비해 증가세가 상당폭 둔화(-1.9%p, 중국재정부 발표, 7.29)

- 세목별로 보면 부동산 영업세 · 취득세는 부동산시장 활황의 영향으로 증가세가 확대된 반면 부가세 · 소비세 · 법인세는 국내경기 둔화로 증가세가 둔화되었으며 수입세는 크게 감소

금년 상반기 중 세입이 전년 동기에 비해 부진한 것은 생산 및 소비 둔화 등의 영향으로 실물경기와 밀접한 관련이 있는 부가세, 소비세, 법인세 등의 세입이 크게 부진한 데 주로 기인

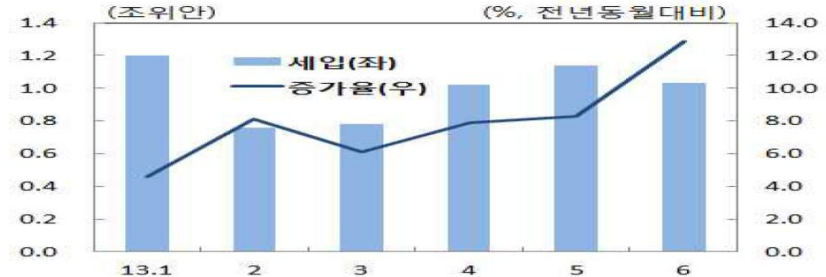
- 아울러 수입증가율의 큰 폭 하락 및 구조적 감세정책도 세입 증가율 둔화에 영향

토지양도금과 재정수입의 변화



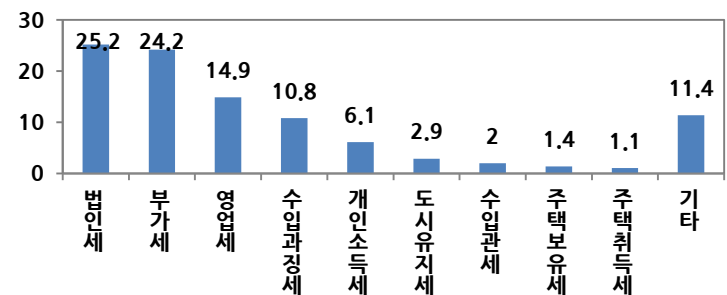
자료: 중국지수연구원, CEIC, 신은만국리서치

정부세입 추이



(%, 2013.1~6월중)

정부 세입 현황



자료: 중국재정부, Wind

A.4.5 중국경제 성장을 위한 자금조달

경제성장을 위한 자금조달: 자본시장 육성 + 기업 레버리지 제고

부채율: 국가 부채율이 높지 않으며 선진국에 비해 낮고 기타 신흥국에 비해 높은 수준

구조적으로 지방정부와 비금융기업의 레버리지율이 높고 가계의 부채율은 낮음

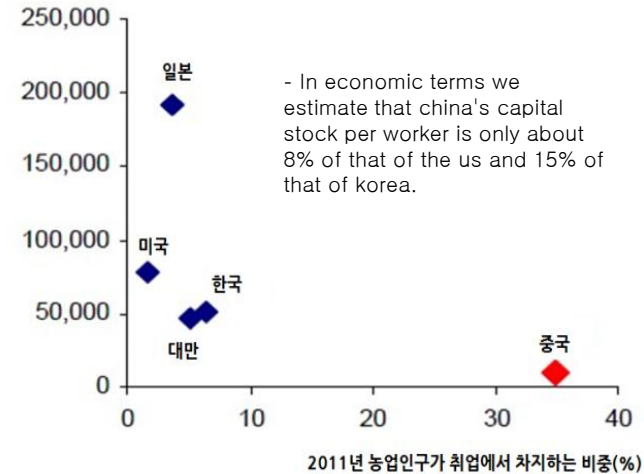
가계: 국제수준에 비해 많이 낮으며 큰 레버리지 공간이 있음

공공기관: 중앙정부와 지방정부의 부채는 재정과 세금정책 조정으로 높일 수 있는 공간이 있지만 한계가 있음

비금융기업부문: 앞으로 부채율을 높일 수 있는 공간이 크지 않지만 부채 부담도 아주 큰 것이 없음

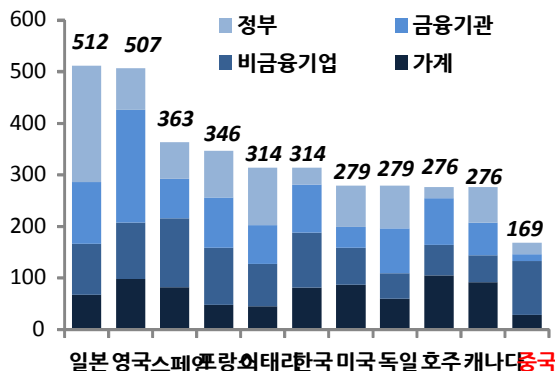
위안화 국제화 추진: 대외부채를 차입할 수 있는 여건을 조성해줌

2011년 Capital Stock Per Worker (2000년 달러기준)



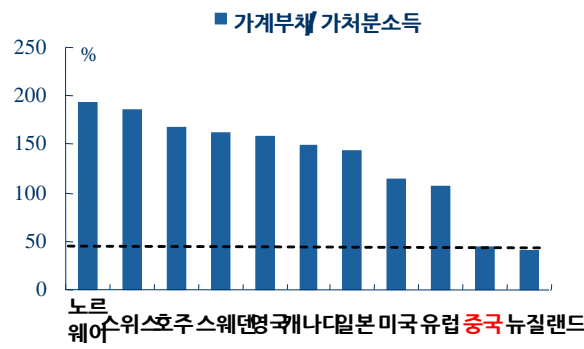
2011년 농업인구가 취업에서 차지하는 비중(%)

국가별 부채율 (%)



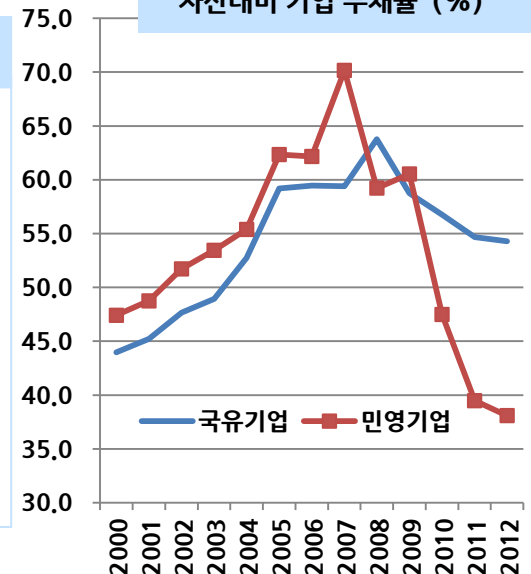
자료: 중국사회과학원, 중신증권

국가별 가계 부채율 (%)



자료: IMF, 중신증권

자산대비 기업 부채율 (%)



Part B

중국 금융시장 동향과 전망



한국경제와 금융시장의 중국경제와의 동조화 정도가 커짐

- 중국경제구조 전환과 금융시장 개방확대에 따른 위기분석 필요
- 後 금융위기시대 중국경제변화에 대한 중장기 대응전략 필요

B.1.1 2014년 통화시장 전망

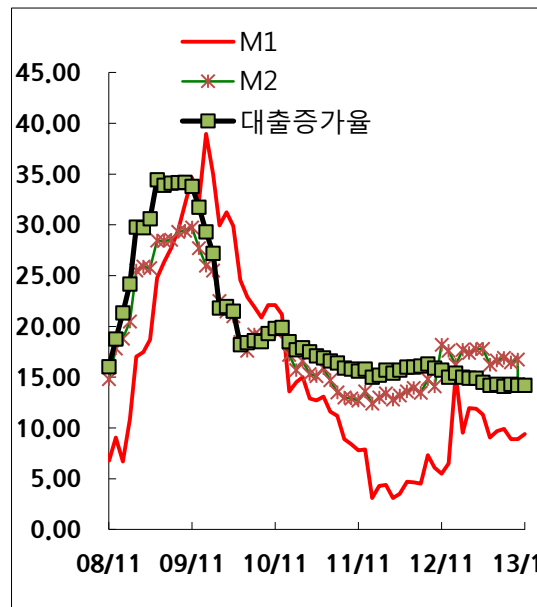
유동성 위기는 통화시장의 불확실성을 확대시킴

온건한 통화정책을 실행할 것이며 경제의 안정적인 성장을 유지하는 선에서 적절히 운영할 것으로 보임

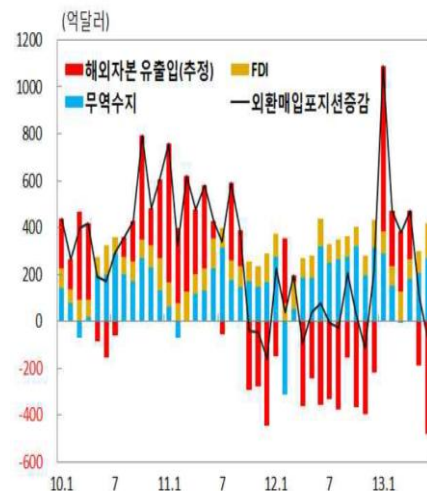
- '13년 11월말까지 M2 107.93조위안, 전년동기대비 14.2% 증가하여 **목표치 13% 초과**, M1 규모와의 차이가 점점 커지고 있는데 이는 예금성 자금이 정기예금으로 전환되어 통화의 활성화가 하락한다는 의미임
- M2의 증가율은 2013년과 비슷한 수준일 될 것으로 약 15조위안 증가될 것으로 보이며 연간 증가율이 **약 13.5%~14% 정도 예상**

2014년 통화정책 전망

- 법정지급준비율: **1회~2회 인하 예상(0.5포인트)**
- 중앙은행어음
- 예대금리 조정: **거의 유지하거나 상향 조정**
- 공개시장업무 강화: RP, 역 RP, SLO, SLF 등 수단으로 단기유동성 조정 중심으로
- 창구지도, 즉 대출통제정책: 2013년 누적 신규대출 규모 약 9조 위안 규모 예상 (증가율 15% 이하), **'14년에도 약 9조~10조위안 가량 증가될 것으로 예상**

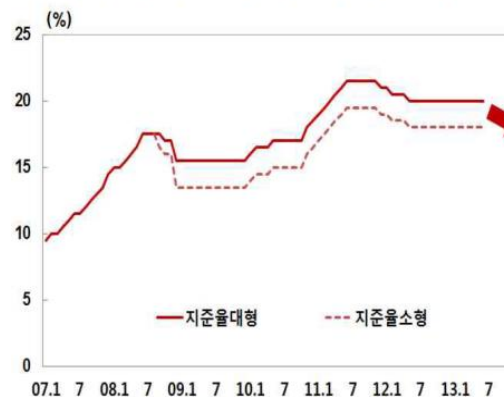


해외자본 유출입 규모(추정)



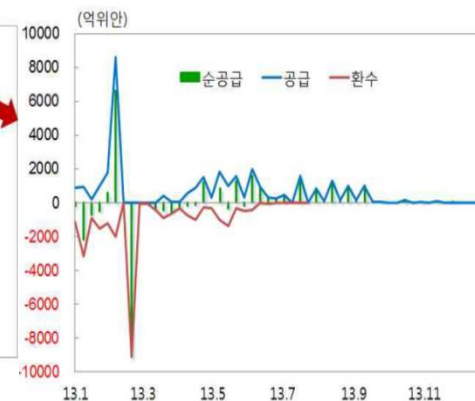
자료: CEIC

금융기관 지준율 변경 추이



자료: 인민은행

공개시장조작 유동성조절



자료: Wind

B.1.2 그림자금융 해소과정에서 GDP 성장률 약 1.48% 하락될 것으로 추정되어 6.32%대에

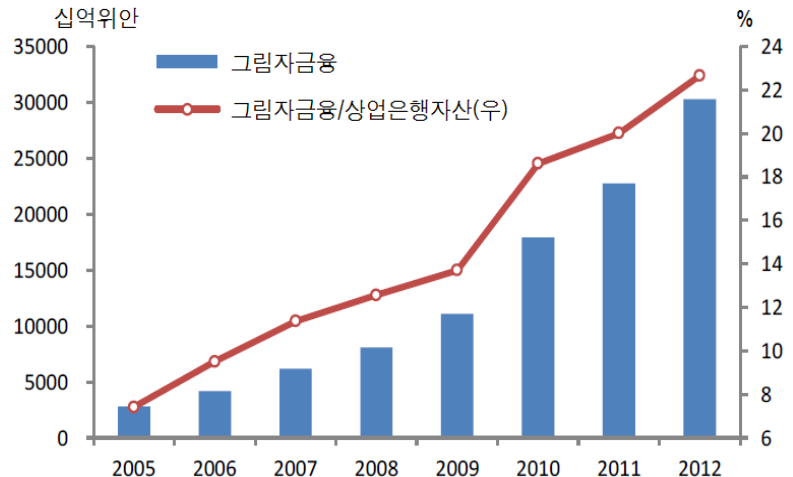
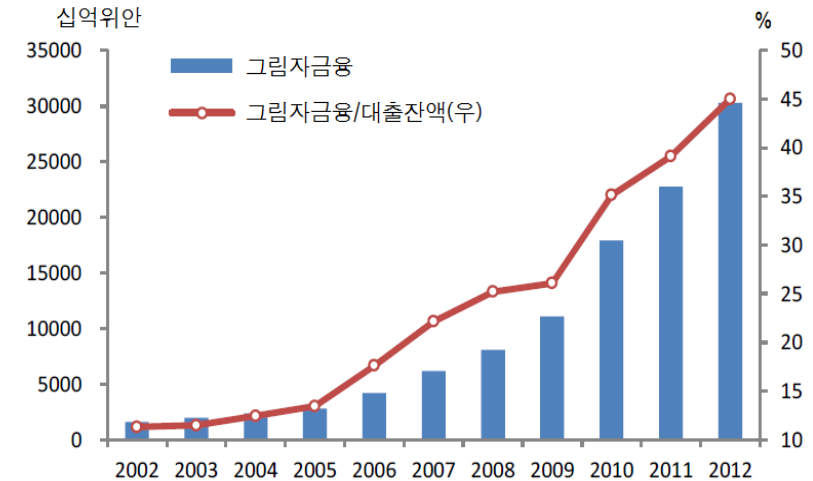
그림자 금융의 포괄범위가 다르고 정확한 규모를 파악하기는 어렵
다는 한계 때문에 각 기관별 그림자 금융에 대한 추정치가 다소 차이
- '12년 말 규모는 최소 11조에서 30조 위안에 달하는 것으로 알려
졌으며 최대 규모로 추정할 경우 GDP 대비 약 55%

그림자금융 최대 30조라고 할 때 23% 부실율을 가정할 경우 부실
에 따른 피해규모 **최대 6.9조 예상**

- 민간대출의 부실율 5%이내로 총 4조 규모 중 0.2조 부실 예상
- 신탁대출 위험대출 비율 23%일 경우 총 14조규모에서 3.22조
가 부실예상

그림자금융 해소과정에서 중국경제 성장률 약 1.48% 하락될 것
으로 보여 중국 GDP 성장률이 현재의 7.8%대에서 6.32%대로 떨어
질 가능성 있음

- '12년 말 기준 중국 통화량 1%의 GDP 유발효과가 0.21%, 그림
자금융의 부실규모를 6.9조라고 가정할 경우 '12년 말 M2 97.4149
조위안의 7.08% 감소에 해당하니, GDP가 약 1.48% 하락한다고
보면 현 GDP 성장률 7.8%에서 6.32%대로 떨어지게 됨



자료: CEIC, Wind

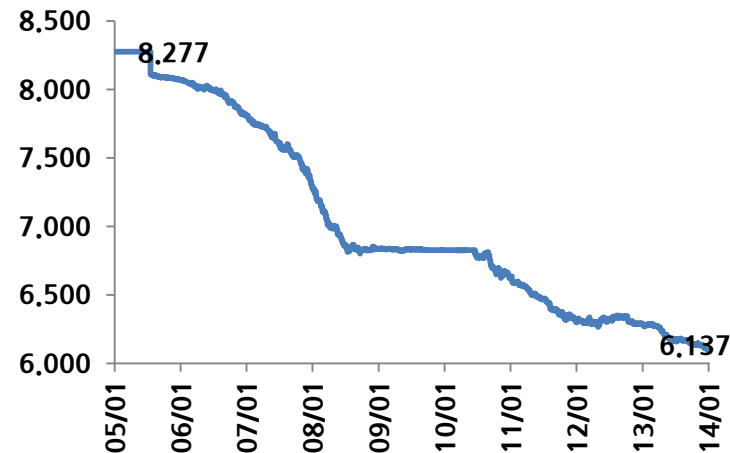
B.2.1 2013년 위안화 환율 지속적인 절상(2.5%) 추세 이어가

무역수지 흑자 및 FDI 유입에 의해 외환보유액이 계속 증가함에 따라 위안화는 환율제도개혁(2005.7.21) 이후 위안화는 평가 절상 추세 지속

- 2011년 말, 위안화 대 미달러화 환율은 6.3009위안/달러로 2010년에 비해 5.1% 절상, 2005년 위안화 환율 개혁한 이래 31.4% 절상됨

2012년 4월 위안화 환율 변동폭을 $\pm 1\%$ 로 확대한 이후 달러당 위안화 가치 절하세를 보이다가 미국의 3차 양적완화(QE3)의 영향으로 달러화 대비 위안화 환율이 절상기조를 보여 '11년에 비해 5.6% 절상되고, '13년에만 2.5% 절상됨

2005.01.04~2014.01.10 중국 위안화 환율 추이 (CNY/USD)



2013년 위안화 대미 환율 평가절상 요인

중국 경제 성장세 지속

위안화를 국제통화로 부상시키기 위한 점진적인 위안화 평가절상

정책

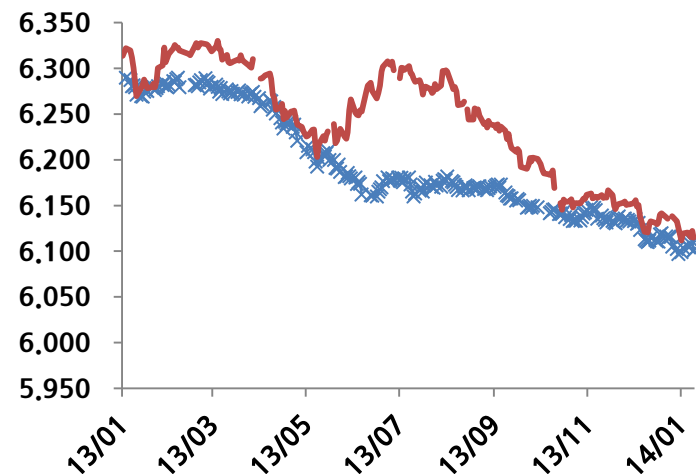
외환보유고와 FDI 규모 및 무역흑자 증가에 따른 외자의 유입

경기과열 진정과 무역흑자 축소를 위한 금융긴축 조치가 미·중간

금리격차를 확대시켜 해외 포트폴리오자금 및 핫머니의 중국 유입을

강화시킴

× 중간가 — NDF(12개월)



B.2.2 2014년 위안화 환율 변동폭 확대 예상 1.5%~2%

중국 내부적인 경제구조개혁, 환율 및 금리시장화 등 금융개혁 조치의 부작용이 미국 QE3 축소 등 복잡한 대외 경제환경과 맞물려 위안화 환율의 양방향 변동성이 지난해에 비해 커질 전망

- 환율개혁의 일환으로 일일 변동 허용폭이 기존 1%에서 1.5%~2%로 확대가능
- 주요 IB기관들의 2014년 연 평균 0.8% 절상을 예상(변동범위 -0.5%~2.7%)

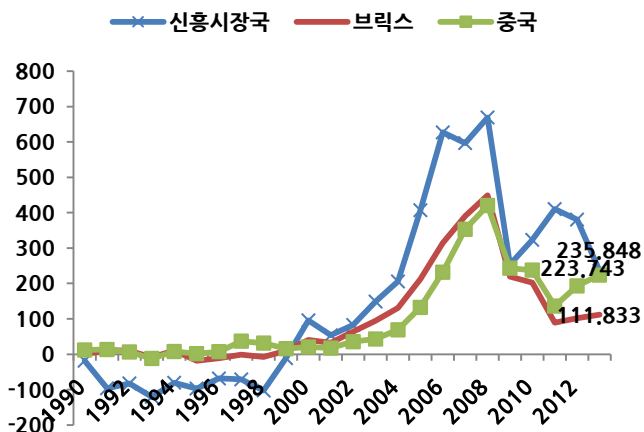
위안화 통화화에 대한 국제수요가 환율에 미치는 영향: 2013년 전 3분기 위안화 무역결제 누적 3.16조위안으로 '12년 전년 규모 초과, 위안화 직접투자액 누적규모가 3,325억위안으로 작년 수준에 이름

- '14년 위안화 거래량이 '13년에 비해 1배이상 증가될 것으로 보여 세계 제8대 교역통화가 될 전망(SWIFT)

주요 국제 투자기관의 대달러 위안화 환율 전망

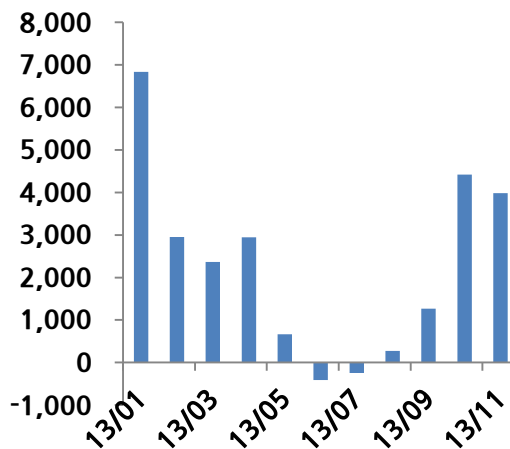
	3개월	6개월	9개월	12개월
Morgan Stanley (11월 7일 기준)	6.15	6.18	6.13	6.10
J.P.Morgan (11월 8일 기준)	6.10	6.08	6.05	6.03
Citi(11월 8일 기준)	6.08	6.09	6.10	6.08
Goldman Sachs (11월 4일 기준)	6.16	6.15	-	6.15

1991~2013년 중국 경상수지 추이(십억달러)

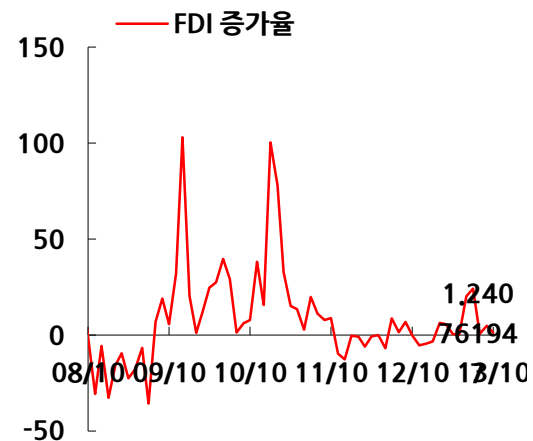


자료: CEIC, Wind

금융기관의 외환보유 월증가액(단위: 억위안)



2008.10~2013.10 중국 FDI 증가율 추이(%)



B.3.1 2014년 금리: 시중자금경색 현상 발생 가능성이 있어 변동성 확대 예상

중국의 국채(10년물 기준) 금리는 2013년 들어 글로벌 경기 둔화 우려, 은행들의 유동성 위기 부각 등으로 급격한 상승을 보이다가 다시 하락한 후 현재 4.0% 수준을 중심으로 등락을 지속

한편 중국의 수익률곡선은 선진국의 수익률곡선에 비해 절대수준이 높은 가운데 장단기 스프레드도 상대적으로 평탄(flat)

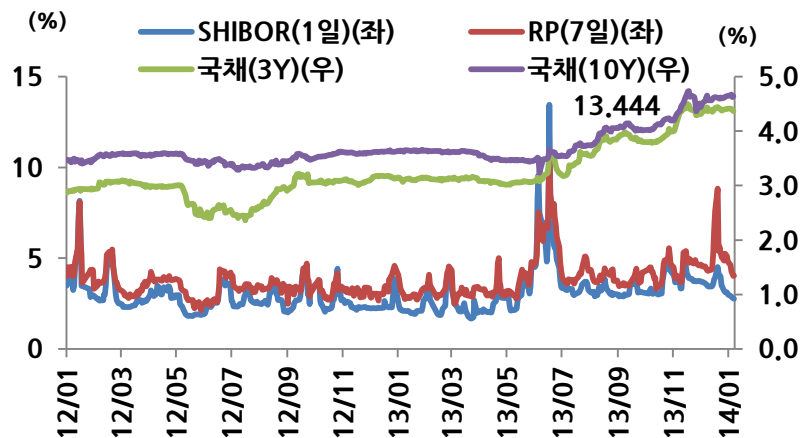
- 2-10년 스프레드는 2010년부터 중국인민은행의 긴축정책 영향으로 2년물 국채금리가 크게 상승함에 따라 축소. 2013년 10월 말 현재 국채의 2-10년 스프레드는 24bp로 상당히 평탄한 모습을 보이고 있으나 여타 채권은 국채에 비해 상대적으로 가파른(step) 모습

2014년 중국정부의 소폭의 기준금리 인상 가능성을 배제하기 어렵고, 은행 경영악화 등 금융개혁의 부작용과 전반적인 유동성 축소 조치 등으로 시중자금경색 현상이 지속될 전망

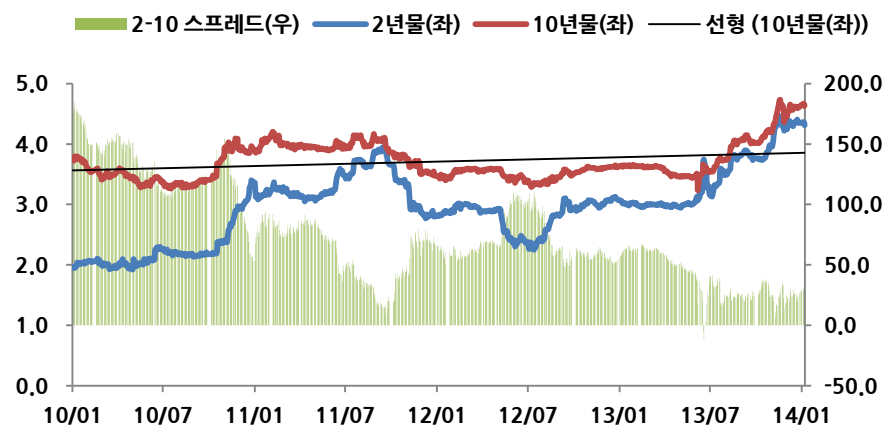
- 당국이 기본적으로 과잉 유동성 해소를 위해 노력하고 있는 가운데, 금년 물가상승률이 3.1% 내외로 '13년 2.7%보다 다소 높아질 것으로 예상

- 다만, 물가상승률이 당국의 억제 목표치 3.5%이내에 머물고, 금리인상의 경우 효과보다는 부작용이 더 커 미국 등 주요 선진국의 통화정책 등 대내외 환경에 따라 유동적일 가능성 있음

장단기 시장금리 추이 자료: CEIC



2010.01.04~2014.1.9 은행간채권시장 중국 국채 연수익률 추이(%)





B.1. 2014년 채권시장 개방 확대 예상

2013년 채권발행 규모 9.02조위안으로 전년수준(8.1조)보다 11.4% 증가, 2014년 채권발행 규모는 2013년 수준을 초과할 것으로 기대됨

- 2013년 금융채의 발행비중이 26.43% 가장 큰 비중을 차지, 단기용자채와 국채가 그 뒤를 이음. 기업채, 회사채, 단기용자채, MTN의 발행규모 급증
- 2014년은 **신형도시화 중점항목 투자자금 조달과 지방정부 부채자금 조달 증가로 채권발행 규모가 증가될 것으로 예상됨**
- 2014년은 “적극적으로 채권시장”을 발전시키고 정부의 승인제도 완화와 시장화 발행방향으로 제도구축 추진, 지방채 발행 개혁과 시스템구축 기대, 도시건설채권 포함한 선진화된 제도적 정비가 예상됨

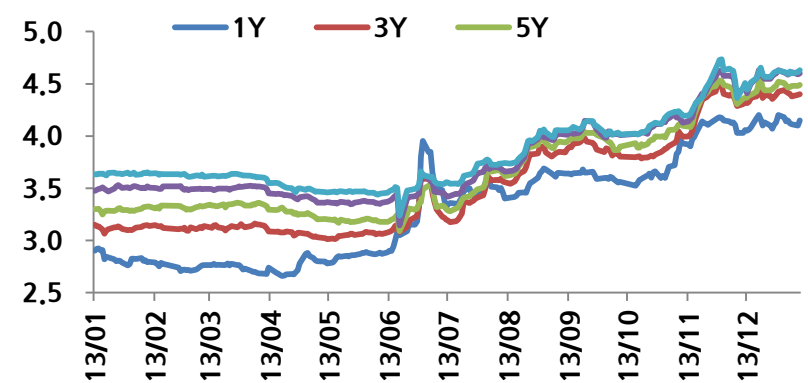
2013년 채권시장은 금리시장화 추진으로 신용채 거래 활발

- 국채, 금융채 등 은행을 수요측으로 하는 채권은 수익률 상승
- **금리시장화 추진으로 신용채, 특히 낮은 등급 채권 거래 활발**

2014년 채권시장 대외개방은 더욱 가속화 될 전망

- 위안화 절상 기대, 홍콩 역외 위안화 시장 성장 및 **기업의 해외 자금 조달 수요 증가 등으로 중국기업 및 외국기관의 위안화 역내/역외 채권발행은 향후 더욱 증가할 전망이며** 더욱 많은 외국기관 투자자의 중국 채권시장 참여를 유도 할 것

2013년 중국 국채수익률 추이



2013년 채권시장 공급 (단위: 억위안,%)

	발행	비중	만기	순증가액
국채	16,944	18.79	7,778	9,166
정책성금융채	20,588	22.83	9,779	10,809
지방채	3,500	3.88	1,384	2,116
은행중소기업 금융채	1,115	1.24	191	924
신용채	37,907	42.03	20,814	17,093
그중: 단기용자채	19,991	22.17	17,913	2,078
MTN	11,495	12.75	2,006	9,489
기업채	4,752	5.27	699	4,053
회사채	1,669	1.85	196	1,473
순 공급증가액 (중앙은행어음 불포함)	80,054	88.76	39,946	40,108

자료: CEIC, KCMi

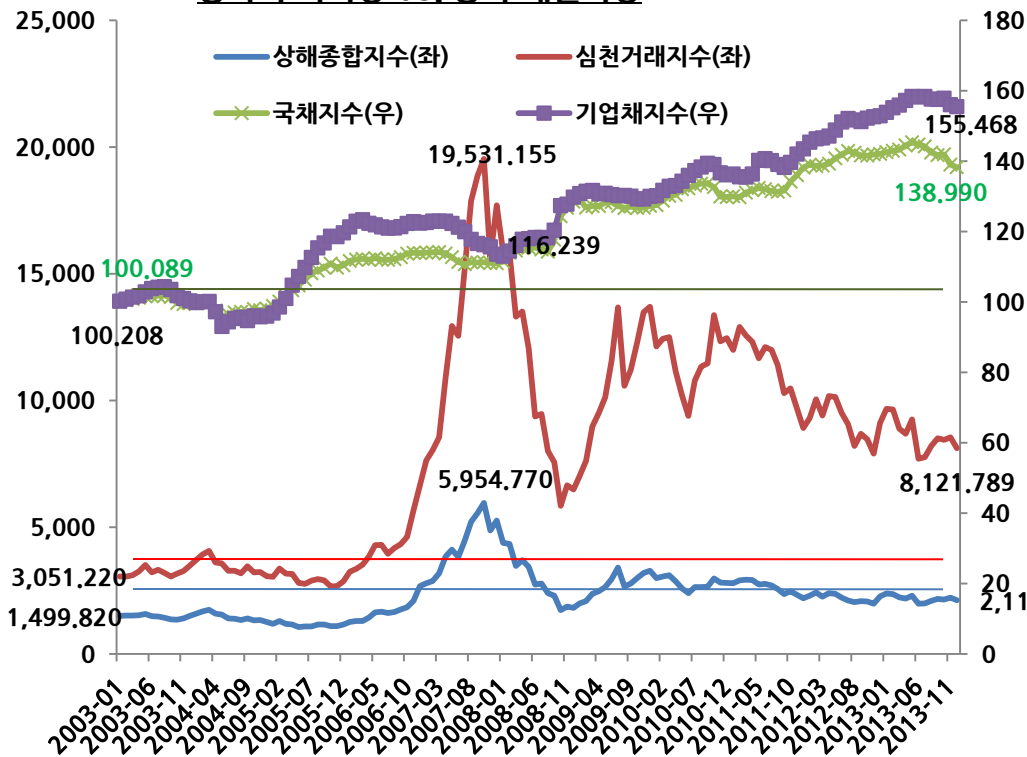
B.3.2 2014년 채권시장이나 주식시장이나?

2013년 말 기준 상해종합지수는 평균 -7.07% 부의 수익률을 보인 반면 중국채권종합지수는 118.40p로 전년동기대비 2.62% 상승, 이중 기업채지수는 1.69% 정의 수익률을 보임

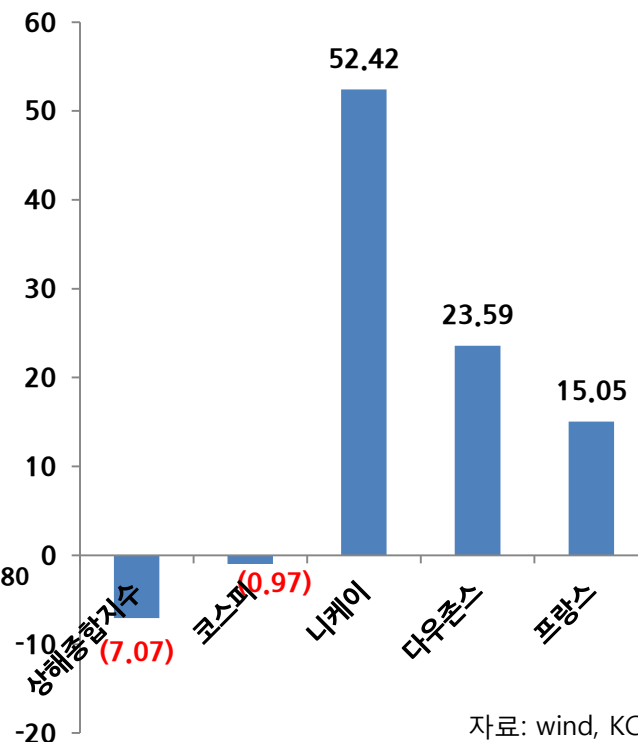
2003년부터 2013년 말 기준 중국 기업채 지수는 평균 55.26% 수익률 실현한 반면 상해종합주가지수는 41.08% 달성

- 따라서 한국 금융기관들이 중국 증권시장에 진출하는 방향을 주식시장 중심에서 벗어나 주식시장과 채권시장의 균형 있는 투자로 전환할 필요

중국 주식시장 VS. 중국 채권시장



국가별 주식시장 연초대비 연말 수익률 비교



B.4.1 2014년 중국 주식시장: 변동성 확대 예상

중국 주식시장 3대 영향요인

- (1) 기업실적: 2013년 약 28% 이익증가를 실현, 2014년 조금 호전된 상황을 기대가능
- (2) 거시경제 및 정책환경: 18기 3중 전회 이후 제도개혁에 따른 제도보너스효과, IPO 재개에 따른 공급물량의 증가,
지방정부 채무와 부동산 가격 리스크 및 시장에 대한 조정정책과 인플레이션 압력은 시장에 부정요인으로 작용
- (3) 국제경제환경: 세계경제의 완만한 회복이 예상되지만 미국의 양적완화 축소, 유럽, 일본 및 미국경제회복 상황은 시장의 불확실성을 크게 함

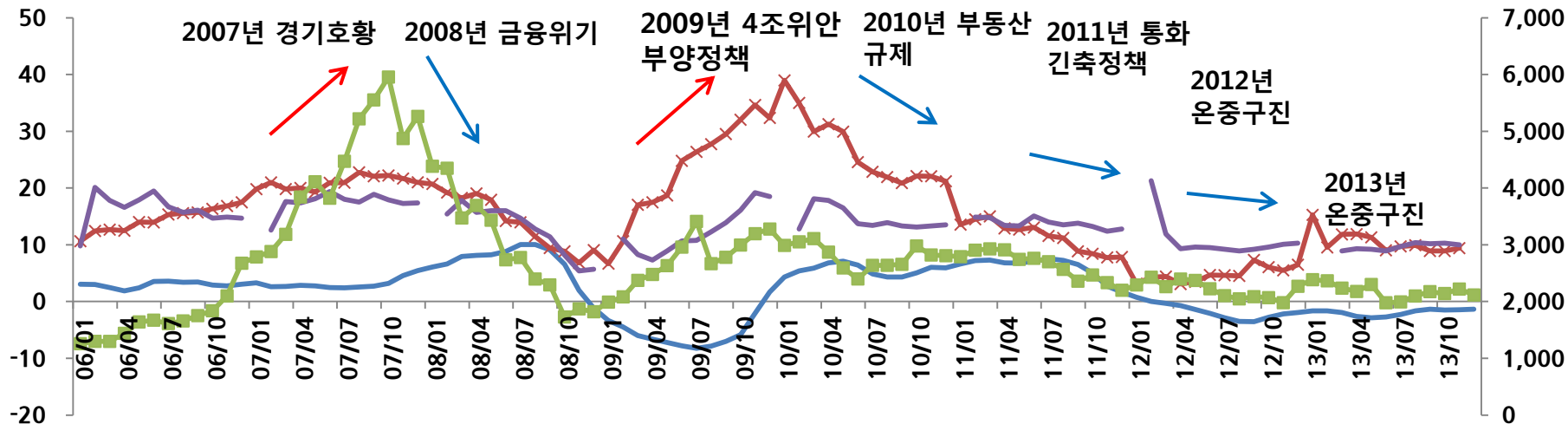
2014년, 창업판, 중소기업판의 성장 기대 가능, 투자자들은 황금이나 부동산보다 주식을 선호할 가능성 높으면서

'13년에 비해 호전 기대, 그러나 은행 유동성 위기, 지방정부 부채 리스크, 경제구조개혁 등 이슈로 변동폭이 커질 전망

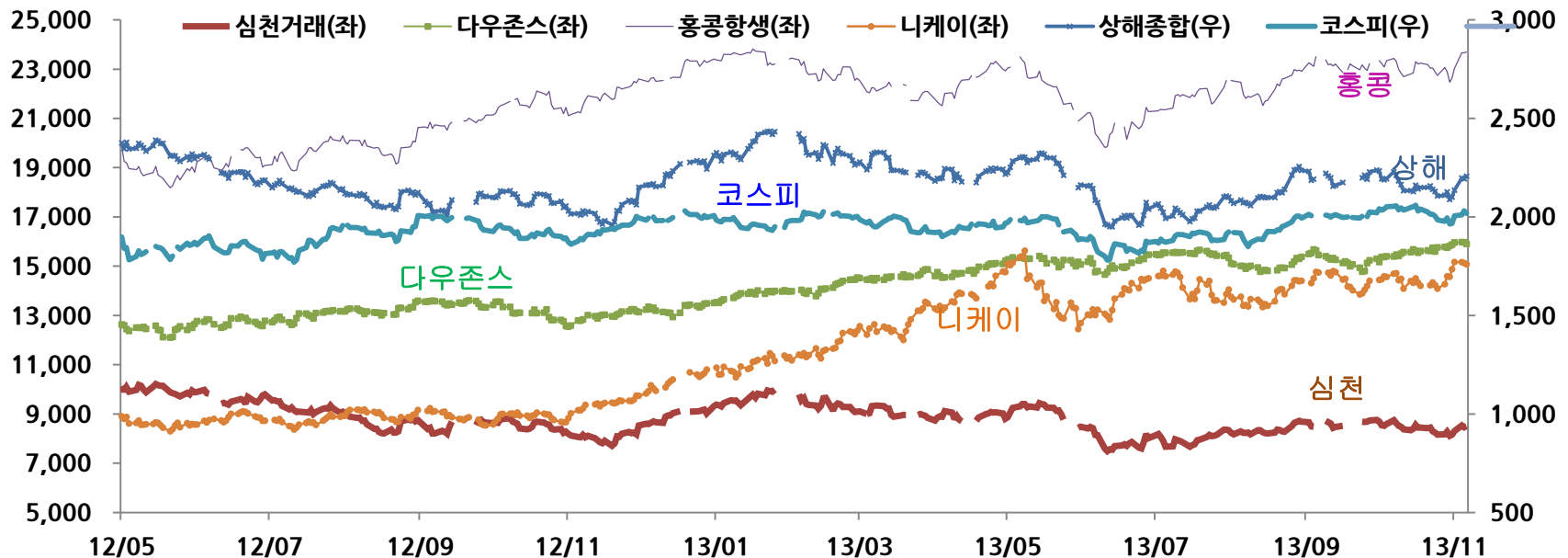
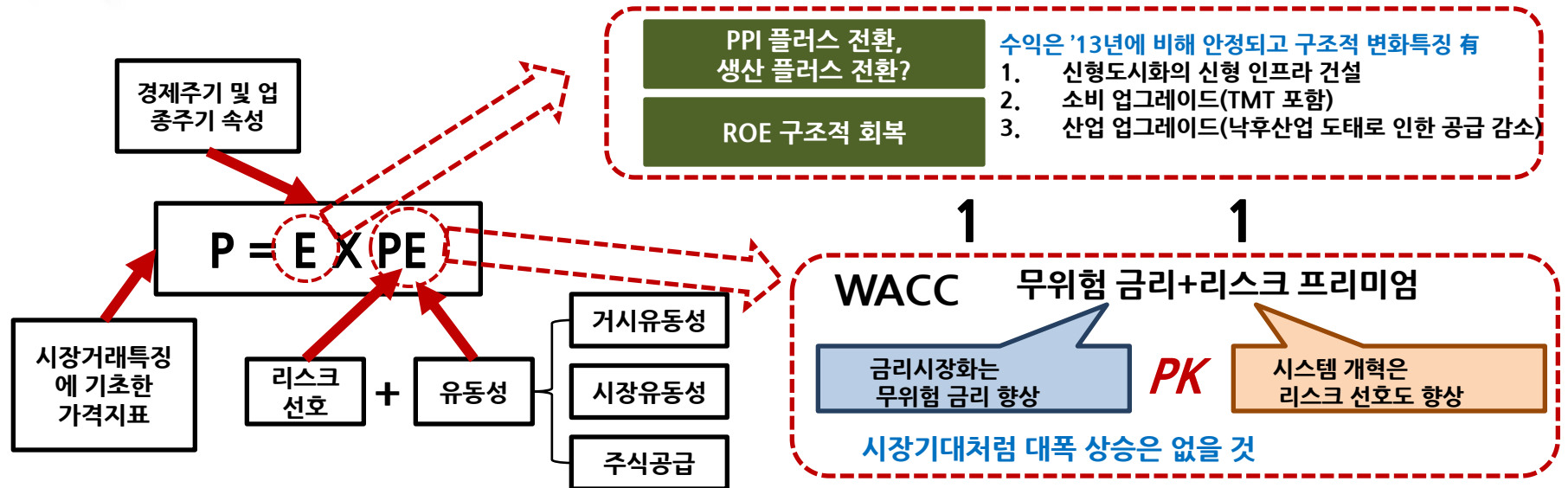
- 중국 주요 IB 15사가 예상한 2014년 중국 상하이 A증시의 주가밴드의 평균치는 **최저 1,750 최고 2,500 중간값 2,200**

중국 주식시장 VS. 중국 정부정책

— PPI(좌) — M1 증가율(좌) — 산업생산(좌) — 상해종합지수(우)



B.1. 2014년 중국 주식시장 분석





B.3.2 위안화 국제화 추진으로 자본시장개방과 금융자유화가 가속화 될 전망

현재 경제성장 패러다임 전환을 위해 중국 금융개혁과 개방의 핵심내용은 금리자유화, 환율개혁, 자본항목 개방과 위안화 국제화임

- 위안화 국제화가 진전됨에 따라 역내 자본시장 개방도는 높아질 수 밖에 없으므로 자본자유화에 따른 부작용을 축소하기 위한 자본시장 개혁이 필수적인 과제로 될 수밖에 없음

- QFII와 RQFII 투자승인금액이 전체 증시의 1.5~6% 정도에 불과한바, 이 비율을 9~10배까지 확대할 것을 기대(Guo ShuQing, '13년1월13일)

중국정부는 9.27일 [상하이 자유무역지대(Free Trade Zone, 이하 FTZ) 설립 종합방안]을 확정.발표하고, 9.29일 상하이 자유무역지대를 정식 출범 (관련법규는 10.1일부터 시행). 무역자유화뿐만 아니라 자본자유화, 위안화 역외센터 육성 등 중국 금융개혁의 시범실시지역으로서의 역할을 기대

- 외국인 투자자의 경우 진입단계 이전부터 내국민 대우 및 투자업종의 원칙 자유화(negative list) 실시, 인허가 제도 개혁, 사후 관리 위주의 정부기능 개편, 서비스업 개방(은행부문 개방) 확대

2012

2013

2014

2015

2020

자료: 서은증권
(瑞银证券)

자본항목
자유화

외국인직접투자 개방, QDII,
QFII, RQFII 한도 확대

QFII2, QDII2,
양방향 균형 투자포트폴리오를 장려,
해외 금융상품 발행과 범위를 확대

기본 태환 가능통화
단기외채를 제외한,
자본항목 개방

위안화가 전세계 투자,
무역거래,
SDR의 점유율 10%차지

위안화 시장

위안화 거래확대, 투자상품 다양화,
홍콩위안화 예금 2조 위안

주변국과 위안화 무역결제 확
대, 투자시장 구축 확대

위안화의 해외
유동성 확대

위안화의
환율체제 개혁

위안화 1일 환율 변동폭 확대,
시장수급에 의한 위안화 절상

위안화로 2조 달러
거래. 3대 결제통화

완전 변동환율제

금리자유화

대출금리 시장화 가속화,
소액대출제도 활성화,
SHIBOR 활성화

대출금리자유화 실현
('13.07.20)
민간자본의 은행진입
허용

예금금리 시장화
가속화

예금금리자유화*

*선결요건으로 1) 예금
보험제도 도입 2) 금융
기관 퇴출제도 완비 3)
은행의 기업지배구조
개선 등이 필요

Key point: 後 금융위기시대 중국경제와 금융시장변화에 대한 중장기 대응전략 필요 – 런던.대만의 움직임 주목할 필요

전반적 구조개혁 강화에 따른 단기 충격 등 리스크는 물론, 경제구조 개선과 금융시장 개방 확대에 수반될 수 있는 기회요인 활용 등 다
방면의 대응방안 마련도 검토 필요

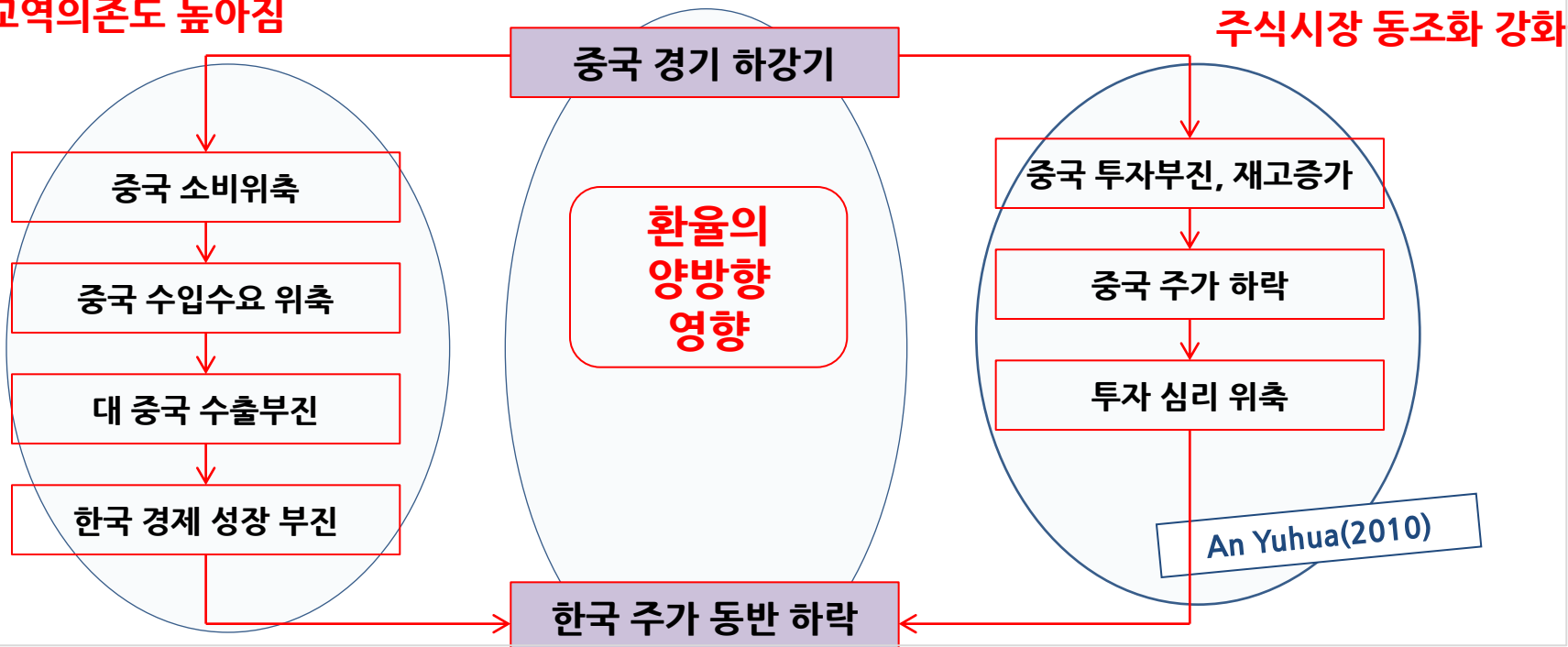
한국시장에 대한 중국경제의 영향은 크게 교역, 환율 및 주식시장 세 가지 경로로 분석해 볼 수 있음

- '92년 수교 이후 20여년간 한.중 양국간 무역,투자, 민간 교류 급성장, 양국 GDP 상관계수는 0.94(한미 0.83), 산업생산증가를 상관관계 0.89, 주가지 수 0.89, 환율 0.76, 중국 1%의 물가상승은 시차를 두고 3개월 후부터 한국 CPI 0.13% 상승시키며, 10개월 후부터는 최대 0.15% 상승(두바이유가 의 1% 상승은 즉각 0.012% 높이지만 3개월 후부터는 유의한 효과가 사라짐)

중국경제가 한국경제 및 금융시장에 미치는 영향경로

교역의존도 높아짐

주식시장 동조화 강화



An Yuhua(2010)

待到山花烂漫时，它在丛中笑

致謝

AN
YU
HUA