

한반도 르네상스 구현을 위한

# VIP 리포트

■ 중국경제 동향과 리스크 점검  
- 2017년 2분기 중국경제 현황과 시사점

# 목 차

---

## ■ 중국경제 동향과 리스크 점검

- 2017년 2분기 중국경제 현황과 시사점

Executive Summary .....	i
1. 개요 .....	1
2. 부문별 진단과 주요 리스크 요인 .....	2
3. 향후 전망 및 시사점 .....	8

## Executive Summary

### □ 중국경제 동향과 리스크 점검

#### ■ 개 요

2017년 2분기 중국 GDP 증가율은 6.9%를 기록하며, 상반기 중국경제는 소비 부문의 기여로 경기 회복 국면이 이어지고 있다. 다만, 은행 및 민간부문의 부채 확대뿐 아니라, 투자부문의 비효율적 관리 등 구조적 리스크는 지속되고 있어 향후 중국경제 회복 지연에 우려감이 상존하고 있다.

#### ■ 부문별 진단과 주요 리스크 요인

##### 1) 부문별 진단

① **(실물부문)** 투자 개선이 지연되고 있으나, 소비와 외수 부문의 회복세가 이어지고 있다. 고정자산투자는 한자릿수 성장세가 이어지고 있는 가운데, 2016년 말 3.2%에 불과했던 민간투자도 올해 6월 7.2%로 회복세가 지속되고 있다. 특히, 소매판매 증가율이 10%대 성장이 이어지고 있으며, 외수 부문도 올해 상반기 8.5% 증가하는 등 소비와 외수 부문의 회복세가 빨라지고 있다. ② **(유동성)** 최근 중국의 통화정책은 기존의 예대금리 조정을 통한 통화량 통제방식에서 점차 시장친화적인 통화정책으로 변화를 꾀하고 있다. 중국은 환율시장 변동성을 줄이고 경기를 안정시키기 위해 M2 등 통화의 완화속도를 조절하고 있다. 반면, 중국 통화당국은 최근 기준금리 조정 등 전통적인 통화정책보다 단·중기 유동성 통제와 같이 유연성과 활용도가 높은 유동성 통제 방식을 택하고 있다. 2017년 들어 공개시장조작으로 시중 자금흡수(2016년은 자금방출 기조)를 진행하면서 단·중기 정책금리(역RP 7일물 금리, SLF 7일물 금리, MLF 1년물 금리)가 인상됨에 따라 시장금리(SHIBOR 7일물) 상승을 유도하여 시장의 과잉유동성을 통제하고 있다. ③ **(금융부문)** 최근 미국의 금리인상에도 불구하고 주가와 환율이 안정적으로 나타나고 있으며, 외환보유고도 3조달러 선을 회복하는 등 외환건전성도 개선되고 있다. 2015년 말부터 현재까지 미국의 4차례 금리인상 여파가 중국의 환율 및 주식시장에 대한 영향은 제한적인 것으로 나타난 가운데, 지난해 3조 달러를 하회했던 외환보유고도 올해 들어 3조달러 선을 회복하는 등 자본이탈 우려가 완화되었다.

##### 2) 주요 구조적 리스크

올해의 중국경제는 지속성장을 위해 과도한 은행 부실대출, 높은 민간부문 부채율, 비효율적인 투자형태 등 3가지 부문에서 개선이 시급해 보인다.

① **(과도한 은행 부실대출)** 중국의 그림자금융에 해당하는 자산관리상품

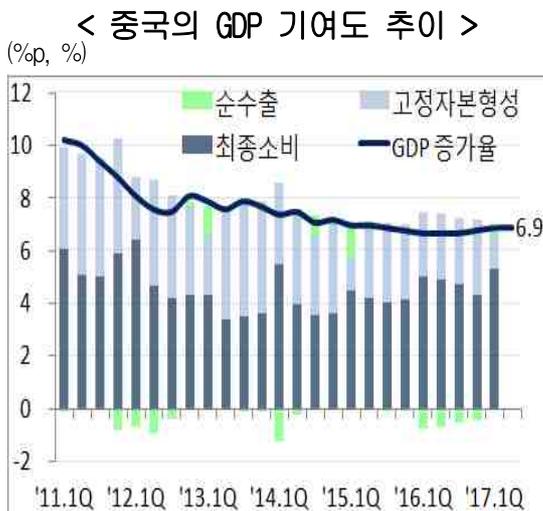
(WMP) 시장이 빠른 속도로 팽창하면서 은행부실화에 따른 금융시스템 위험 가능성이 커지고 있다. 중국의 은행권 부실대출 잔액의 공식통계는 2017년 1분기 기준 전체 은행대출에서 1.74%에 그치지만, 한편으로는 대표적인 그림자금융인 WMP 잔액이 29.1조 위안 규모로(2016년 기준), GDP 대비 39%, 은행 총부채 대비 13.5%에 달한다. WMP는 투자처나 수익률 등이 투명하게 제시되지 않는 대표적인 '그림자금융'으로, WMP의 10%만 부실화 된다고 가정해도 은행부문의 실질적인 부실대출액 비중은 공식집계의 1.7%보다 훨씬 높을 것으로 예상된다. ② (민간부문의 높은 부채율) 중국의 민간부문 신용이 기업을 중심으로 과도하게 팽창하는 등 부채문제가 부각되고 있다. 2016년 말 기준 중국의 GDP 대비 전체 부채비중은 257.1%를 기록하고 있는데, 그 중에서도 기업부문의 부채비중이 166.3%로 가장 높다. 그동안 중국 기업들은 은행대출과 같은 간접금융에 크게 의존하면서 주식발행, 회사채 발행 등 직접금융 경로가 다소 원활하지 못한 것은 기업부채 문제 해결을 지연시키는 주요한 원인이다. 따라서 민간신용의 리스크 누적정도를 평가하는 신용갭(Credit-to-GDP gap)도 2012년 3분기 이후로 꾸준히 '경보'단계에 있다. 올해 통화당국이 시중 자금을 흡수하는 기조로 돌아섰음에도 불구하고 중국의 기업부문 부채문제 해결이 단기간에 이루어지기는 쉽지 않을 것으로 보인다. ③ (비효율적인 투자) 최근 중국은 새로운 투자처 발굴이 지연되면서 유희자금이 상대적으로 늘어나는 동시에, 투입자본의 효율성도 저하되고 있다. 글로벌 금융위기 이후 투자증가로 인해 감소추세를 보이던 중국 저축-투자 갭은 2013년부터 다시 빠른 증가세를 보이는 등 저축 가운데서 투자되지 않는 몫이 GDP에서 차지하는 비중이 다시 커지고 있다. 또한, 자본의 한계생산성이 저하되면서 자본투입에 의한 양적성장이 점차 한계에 다다르고 있다. 2008년 3.0배이었던 중국의 한계고정자본계수(ICOR)는 2011년부터 빠른 증가세를 보이면서 2014년 10.3배, 2015년 12.2배, 2016년 10.8배까지 상승했다. **종합적으로 볼 때, 최근 중국경제의 빠른 회복 양상이 은행 및 민간 부채 확대 등 구조적 리스크로 인해 하반기에는 성장 속도가 소폭 둔화될 것으로 전망된다.**

#### ■ 시사점

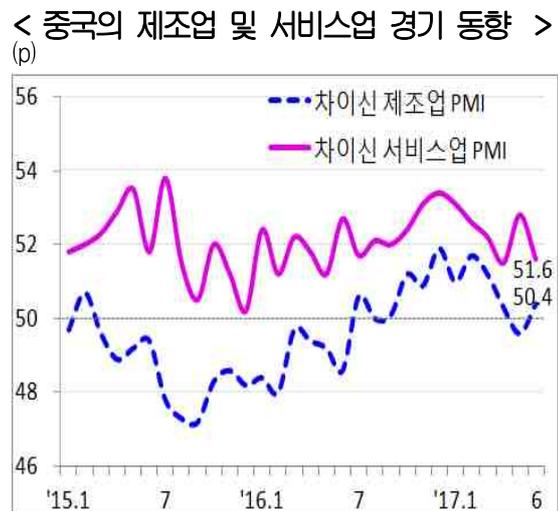
최근 중국경제의 회복세가 이어지는 가운데, 산업 구조의 업그레이드가 지속되는 만큼, 국내 산업 경쟁력 강화 등을 통한 중장기적인 중국 내수시장 진출 전략을 새롭게 모색해야 한다. **첫째**, 중국의 소비주도의 성장에 대비하여 중장기적으로 소비재 및 서비스업 관련 제품 수출 활로를 강화하는 전략이 필요하다. **둘째**, 중국경제가 기업 부채 확대 등 구조적 리스크에도 지속적으로 모니터링하여 돌발적인 중국의 경기 급감에도 대비해야 한다. **셋째**, 최근 한중간 경제관계를 저해하는 요인을 제거하여 빠르게 향상되고 있는 중국의 산업경쟁력을 견지할 수 있는 중장기적인 산업 업그레이드 방안을 모색해야 한다.

## 1. 개요

- 2017년 상반기 중국경제는 소비 및 외수 경기 회복에 힘입어 회복 국면을 이어가고 있으나, 은행 및 민간 부문 부채 확대 등 구조적 리스크도 지속
  - 소비주도의 경제 성장을 이어가고 있음
    - 2017년 2분기 중국 GDP 성장률은 6.9%를 기록, 올해 1분기와 동일한 성장 속도를 나타내며 높은 성장세를 이어가고 있음
    - 특히, 올해 1분기부터 소비 및 수출 부문에서의 회복이 투자 하락세를 보완한 것으로 판단됨
  - 제조업 및 서비스업 선행지수인 PMI도 50p를 상회하는 등 경기 회복 국면이 지속
    - 차이신 제조업 PMI는 올해 5월 49.6p로 50p선을 하회했으나, 6월 50.4p로 재차 진입하며 회복 기대감을 높임
    - 차이신 서비스업 PMI도 6월 51.6p로 연초보다는 소폭 하락했으나, 여전히 50p를 상회
  - 다만, 은행 및 민간부문의 부채율 확대 뿐 아니라, 투자부문의 비효율적 관리 등 구조적 리스크도 지속되는 것으로 우려
- 이에 본보고서는 중국경제 동향 및 리스크 점검을 살펴보고 하반기 중국 경제 향방을 전망하고자 함



자료 : CEIC.



자료 : CEIC, 차이신.

## 2. 부문별 진단과 주요 리스크 요인

### 1) 부문별 진단

#### ① 실물부문

##### ○ 투자 개선이 지연되고 있으나, 소비와 외수 부문의 회복세가 이어짐

- 최근 들어 투자 둔화와 소비 회복으로 수요 부문의 리밸런싱이 다소 개선
  - 고정자산투자는 2016년 2분기부터 한 자릿수 성장으로 둔화되고 있는 가운데, 민간투자가 2016년 말 3.2%에 불과했으나 2017년 6월 7.2%로 회복세가 지속
  - 한편, 인프라 투자 증가율이 약 16%대 증가하고 있으며, 소매판매 증가율도 10%대를 유지하면서 꾸준한 성장을 이어가고 있음
- 특히, 외수부문은 올해부터 경기 회복세가 뚜렷해지고 있음
  - 수출 증가율은 2017년 상반기까지 8.5% 증가하는 등 글로벌 수요 회복에 힘입어 빠른 회복세를 보이고 있음
  - 수입증가율도 동기준 18.9% 증가하며 중국 소비시장 회복에 따른 수요 증가요인이 작용한 것으로 판단됨

< 중국의 투자 및 소비 증가율 추이 >

(증가율, %) (증가율, %)



자료 : 중국국가통계국.

주1) 누적기준

2) 인프라 투자는 교통·운수·창고, 수자원·환경, 전력·가스·수도 등을 의미.

< 중국 수출입 증가율 추이 >

(억 달러) (증가율, %)



자료 : 중국국가통계국.

주 : 2017년은 1~6월까지 누적치 기준.

② 유동성

○ 최근 중국의 통화정책은 기존의 예대금리 조정을 통한 통화량 통제방식에서 점차 시장친화적인 통화정책으로 변화를 꾀하고 있음

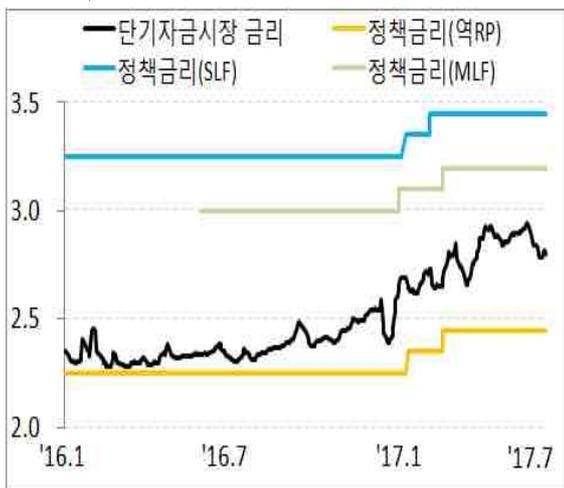
- 중국은 환율시장 변동성을 줄이고 경기를 안정시키기 위해 M2 등 통화의 완화속도를 조절하고 있음
  - 올해 2분기 중국의 M2 잔액은 112조 위안을 상회하고 있는 가운데, M2 증가율은 하락하여 한 자릿수를 기록
  - 즉, 연초 중국통화당국이 설정한 '연간 M2증가율 12% 달성 목표'와 괴리가 커지는 등 기존의 '통화량 목표제' 통화운영정책이 변화하고 있는 모습임
- 반면, 올해 들어 유연성이 높은 공개시장조작(역RP, SLF, MLF)을 통한 시장 유동성 흡수방식으로 시중의 과잉유동성을 통제하고 있음
  - 중국 통화당국은 최근 기준금리 조정 등 전통적인 통화정책보다 단·중기 유동성 통제와 같이 유연성과 활용도가 높은 유동성 통제 방식을 택하고 있음
  - 2017년 들어 공개시장조작으로 시중 자금흡수(2016년은 자금방출 기조)를 진행하면서 단·중기 정책금리가 인상됨에 따라 시장금리(SHIBOR 7일물) 상승을 유도하여 시장의 과잉유동성을 통제하고 있음

< 중국의 M2 잔액 및 증가율 >  
(조 위안) (증가율, %)



자료 : 中國人民銀行.

< 중국 단기자금시장금리 및 정책금리 >  
(이자율,%)



자료 : 中國人民銀行, 上海銀行間同業拆放利率.

1) 단기 정책금리는 역RP 7일물 금리, 대기성여신(SLF, Standing Lending Facility) 7일물 금리를, 중기 정책금리는 중기대출창구(MLF, Mid-term Liquidity Operation) 1년물 금리를 의미함.

③ 금융부문

○ 최근 미국의 금리 인상 등에도 불구하고 주가와 환율은 안정적이며, 외환 보유고도 3조 달러 선을 다시 회복하는 등 자본이탈 우려가 점차 완화

- 지난 2015년부터 중국 외환시장은 대내외 환경 변화에 따른 변화에 직면했으나, 최근 안정화 단계로 넘어감
  - 2015년 7월에 수정된 고시환율제도 시행 후 2016년 말까지 달러 대비 위안 월 평균 환율은 약 13% 절하되다가 2017년 들어 소폭 절상됨
  - 특히, 2015년 말부터 현재까지 미국의 4차례 금리인상 여파가 중국의 환율 및 주식시장에 대한 영향은 제한적인 것으로 나타남
- 한편, 올해 초 나타났던 외환시장의 불확실성 확대 양상이 다소 완화
  - 2015년부터 위안화 절하 위기감에 따른 중국거주자 해외차입상환 가속 및 해외직접투자 급증 등으로 나타난 자본유출 문제가 중국정부의 해외투자 규제 강화로 등 조치로 최근 위안화 환율은 안정화 단계로 진입
  - 이에 따라, 외환보유고가 3조 달러 미만으로 2017년 1월 이후 5개월 연속 3조 달러를 상회하며 금융 불안정 양상은 점차 수그러들고 있음
  - 다만, 미국국채 보유량은 2016년 말 기준 1.06조 달러로, 정점이었던 2013년 1.27조 달러보다 약 2,100억 달러 감소하는 등 최근 환율 방어 여파가 뚜렷함



자료 : CEIC.



자료 : CEIC.

## 2) 주요 구조적 리스크

■ 중국경제는 지속성장을 위해 ① 과도한 은행 부실대출, ② 민간부문의 높은 부채율, ③ 비효율적인 투자형태 등 3가지의 개선이 시급한 것으로 평가

### ① 과도한 은행 부실대출

- 중국의 그림자금융에 해당하는 자산관리상품(WMP)<sup>2)</sup> 시장이 빠른 속도로 팽창하면서 은행부실화에 따른 금융시스템 위험 가능성이 커지고 있음
  - 중국의 은행권 부실대출 잔액의 공식통계는 2017년 1분기 기준 1조 5,795 억 위안으로, 전체 은행대출에서 1.74%에 그침
  - 그러나 한편으로는 대표적인 그림자금융인 WMP 잔액이 29.1조 위안 규모로 (2016년 기준), GDP 대비 39%, 은행 총부채 대비 13.5%에 달함
  - WMP는 투자처나 수익률 등이 투명하게 제시되지 않는 대표적인 '그림자 금융'으로, 만기 6개월 이하의 단기상품 비중이 대부분이어서 WMP의 기초 자산인 은행대출, 회사채와의 만기불일치 위험에 노출되어 있음
  - 따라서, WMP의 10%만 부실화 된다고 가정해도 은행부문의 실질적인 부실대출액 비중은 공식집계의 1.7%보다 훨씬 높을 것으로 예상

< 중국 은행권 부실대출 현황 >  
(억 위안) (비중,%)



자료 : 中國銀行業監督管理委員會.

< 중국 은행권 WMP잔액 >  
(조 위안) (비중,%)



자료 : 中國銀行業協會, 中國銀行業監督管理委員會 자료로 HRI 계산.

2) 자산관리상품(WMP; Wealth Management Product)이란, 은행의 대출자산, 회사채 등을 신탁회사에 넘겨 유동화한 상품으로, 은행의 대출로 계상되지 않으므로 그림자금융으로 분류됨.

② 민간부문의 높은 부채율

○ 중국의 민간부문 신용이 기업을 중심으로 과도하게 팽창하는 등 부채문제가 부각되고 있음

- 중국의 기업부문 부채의 GDP 대비 비중이 높은 수준을 보임

- 2016년 말 기준 중국의 GDP 대비 전체 부채비중은 257.1%를 기록하고 있는데, 그 중에서도 기업부문의 부채비중이 166.3%로 가장 높음
- 그동안 중국 기업들은 은행대출과 같은 간접금융에 크게 의존하면서 주식 발행, 회사채 발행 등 직접금융 경로가 다소 원활하지 못한 것은 기업부채 문제 해결을 지연시키는 주요한 원인임

- 따라서, 민간신용의 리스크 누적정도를 평가하는 신용갭(Credit - to - GDP gap)<sup>3)</sup>이 장기간 경보단계에 있음

- 2016년 중국의 신용갭은 24.6%p로, 2012년 3분기 이후로 꾸준히 '경보'단계임
- 중국이 2016년까지 빈번한 공개시장조작을 통해 시중유동성을 공급하면서 기업생명을 근근이 이어가는 한계기업들이 여전히 많은 상황
- 올해 자금흡수 기조로 돌아섰음에도 불구하고 중국의 기업부문 부채문제 해결이 단기간에 이루어지기는 쉽지 않을 것으로 보임

< 중국 부문별 부채의 GDP 대비 비중 > (비중,%)



자료 : BIS.

< 중국 신용갭(Credit-to-GDP gap) 추이 > (%p)



자료 : BIS.

3) 신용갭은 GDP 대비 민간(가계+기업)부채비율이 장기추세에서 얼마나 벗어나 있는지를 나타내는 지표로, BIS는 신용갭이 10%포인트를 초과하면 '경보', 2~10%포인트는 '주의', 2%포인트 미만은 '보통' 단계로 구분함.

③ 비효율적인 투자

○ 최근 중국은 새로운 투자처 발굴이 지연되면서 유희자금이 상대적으로 늘어나는 동시에, 투입자본의 효율성도 저하

- 중국은 최근 들어 자금잉여 상황이 심화

- 중국의 저축-투자갭은 글로벌 금융위기 이후 투자증가로 인해 감소추세를 보이면서 2012년 0.7%까지 하락
- 그러나 2013년부터 저축-투자갭이 다시 빠른 증가세를 보이는 등 저축 가운데서 투자되지 않는 몫이 GDP에서 차지하는 비중이 다시 커지고 있음

- 또한, 자본의 한계생산성이 저하되면서 자본투입에 의한 양적성장이 점차 한계에 다다르고 있음

- 2008년 3.0배이었던 중국의 한계고정자본계수(ICOR)<sup>4)</sup>는 2011년부터 빠른 증가세를 보이면서 2014년 10.3배, 2015년 12.2배, 2016년 10.8배까지 상승
- 다만, 최근 중국의 ICOR 상승은 교통인프라, 인터넷인프라 등에 대한 투자 확대에 따른 결과도 포함하고 있어, 이에 따른 생산성 향상이 추후 가시화 될 가능성도 배제하지는 못함



자료 : 資金流量表 자료로 HRI 계산.  
주 : 저축-투자gap = (저축-투자)/GDP.



자료 : 國家統計局 자료로 HRI 계산.

4) 한계고정자본계수(ICOR, Incremental Capital-Output Ratio)는 한 단위의 산출을 늘리기 위해 필요한 자본의 단위를 의미하며, 이 계수가 높을수록 자본의 생산효과가 낮고 그만큼 비효율적이라는 것을 의미함.

$$ICOR = I / \Delta GDP = I_t / (GDP_t - GDP_{t-1})$$

### 3. 향후 전망 및 시사점

- 최근 중국경제가 회복국면으로 진입하고 있으나, 은행 및 민간부문의 부채 확대, 투자부문의 비효율적 관리 등 구조적 리스크 조정과정에서 하반기 성장 속도가 소폭 둔화될 가능성도 상존하고 있음
  - 하반기 중국경제는 성장속도가 소폭 둔화될 것으로 전망됨
    - IMF 등 주요기관은 올해 중국경제가 연초 목표한 6.5%를 상회할 것으로 봄<sup>5)</sup>
    - 다만, 민간부문(기업중심)의 부채축소를 위한 디레버리징 조치, 부동산 공급조절 조치에 따른 영향, 과잉투자 및 채무의존형 저효율적인 투자지속 등 요인이 상존하고 있어 상반기 보다는 하반기 성장속도가 다소 둔화될 것으로 예상
- 올해 중국경제의 회복세가 이어지는 가운데, 산업 구조의 업그레이드가 지속되는 만큼, 국내 산업 경쟁력 강화 등을 통한 중장기적인 중국 내수시장 진출 전략을 새롭게 모색해야 함
  - 첫째, 중국의 소비주도의 성장에 대비하여 중장기적으로 소비재 및 서비스업 관련 제품 수출 활로를 강화하는 전략이 필요함
    - 최근 중국경제의 회복에도 불구하고 중국의 비관세장벽 강화 등 변수가 있으나, 제품의 차별화 및 경쟁력 강화를 통해 중국 내수시장 진출 확대를 준비할 필요가 있음
    - 아울러, 중간재 등 기존의 對中 주력 수출 분야 역시 R&D 투자 효율성 제고 등을 통해 동북아 분업화 변화에 적극적으로 대비해야 함
  - 둘째, 중국경제가 기업 부채 확대 등 구조적 리스크에도 지속적으로 모니터링 하여 돌발적인 중국의 경기 급감에도 대비해야 함
    - 경기는 회복되고 있으나, 기업 부채 확산, 은행 부실 확대 등 구조적 리스크가 가속화되고 있으므로 이에 따른 경기 급감 가능성은 여전히 상존
    - 특히, 중국의 그림자 금융 등 지하금융이 재차 확산됨에 따라 나타날 수 있는 신용리스크 확대에 대비한 국내 외환시장 안정성 유지를 위한 노력 필요

5) IMF, OECD는 올해 연간 중국의 GDP 성장률을 각각 6.7%, 6.6%로 전망했으며, 중국내에서는 중국사회과학원이 6.6%로 발표하고 있어, 하반기 중국경제는 상반기보다 소폭 둔화될 것으로 예상된다.

- 셋째, 최근 한중간 경제 관계를 저해하는 요인을 제거하여 빠르게 향상되고 있는 중국의 산업경쟁력을 견지할 수 있는 중장기적인 산업 업그레이드 방안을 모색해야 함
  - 사드 마찰 등 한중간 경제 관계를 저해하는 리스크를 최소화하여 대중 교역 및 투자가 확대될 수 있는 환경 마련이 최우선
  - 또한, 중장기적으로 중국 산업경쟁력 향상에 대비한 우리의 최우선 전략적 플랜을 구축하여 차세대 신성장 산업 재편을 준비해야함

중국경제팀    천 용 찬    선임연구원    (2072-6274, junius73@hri.co.kr)  
                  한 재 진    연구위원      (2072-6225, hzz72@hri.co.kr)