

다시 부각되는 중국 부채리스크

사동철 수석연구원, 경영인프라연구센터 (dsa@posri.re.kr)

목차

1. 실물경기 둔화로 부채위기 경고음 고조
2. 중국 부채 관련 불편한 진실
3. '19년 중국 경제정책 방향과 부채리스크 영향
4. 종합 및 제언

Executive Summary

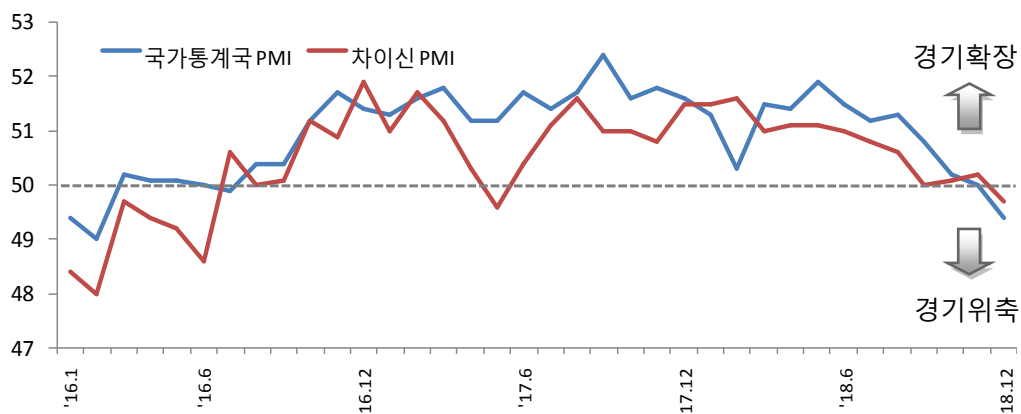
- **미·중 무역전쟁 영향으로 중국의 실물경기 둔화가 가시화하면서 부채리스크가 커질 수 있다는 경고음이 고조되고 있음**
 - 미·중 무역전쟁으로 수출이 타격을 받으면서 중국의 제조업 경기둔화 압력이 심화되어 '18년 중국의 경제성장률이 6.6%로 28년 만에 최저 수준을 기록
 - 대내외적으로 미·중 무역전쟁 영향으로 '회색코뿔소'인 부채리스크가 성장둔화 심화와 맞물리면서 중국발 금융위기를 촉발할 수 있다는 경계심이 높은 상황
- **중국의 총부채 규모는 '18년 6월 말 기준 GDP 대비 253%에 달할 정도로 막대하고, 글로벌 금융위기 이후 급증세를 보임**
 - 특히 중국의 기업부채는 총부채 중 가장 높은 비중인 61%를 차지하고 있고, '18년 6월 말 기준 GDP 대비 155%로 전 세계에서 가장 높은 편에 속함
 - 가계 및 정부 부채의 GDP 비중은 국제기준에서 아직은 양호한 수준이지만 지속적인 증가추세를 보이고 있음
- **중국 부채 관련 불편한 진실, 즉 ①가파른 부채 증가속도 및 성장둔화 속 부채규모 증가, ②지방정부의 '숨겨진 부채'로 정확한 규모파악 불가, ③'19년 지방정부의 채권과 부동산개발업체의 채무 만기도래 확대, ④미·중 무역전쟁 속 '19년 중국 기업의 회사채 디폴트 증가 전망 등이 부채리스크를 고조시킴**
 - 미·중 무역전쟁 장기화에 따른 실물경기 둔화 심화가 부동산시장 침체로 이어질 경우 지방정부 및 부동산기업, 가계부문의 연쇄 디폴트 가능성으로 중국발 금융위기 발생 우려
- **'19년은 미·중 무역전쟁 영향이 가시화하면서 중국경제의 잠재 위험인 부채리스크의 부각 가능성으로 시장불안감이 확대될 수 있음에 유의할 필요**
 - 만일 미·중간 무역협상이 결렬될 경우 중국경제는 경기하강 심화와 기업의 수익성 악화에 따른 신용리스크 확대로 부채위기가 증폭될 우려
- **경기부양에 방점을 두는 '19년도 중국경제 정책방향이 오히려 부채리스크를 확대하는 트리거로 작용할 수 있어 이에 대한 상시 모니터링 및 리스크 관리 강화 필요**
 - 경기둔화 심화 시 추가 경기부양을 위한 금리인하와 적극적 재정확대 과정에서 부채 증가와 재정적자 확대 등 장기 재정건전성의 악화 가능성에도 유의할 필요

1. 실물경기 둔화로 부채위기 경고음 고조

○ 미·중 무역전쟁 영향으로 중국의 실물경기 하방압력이 증대되고 있음

- 중국국가통계국이 발표한 최근 공식 제조업 PMI(구매관리자지수)가 기준선 50 이하를 기록하며 제조업 경기둔화 압력이 심화되고 있음을 시사
 - 국가통계국이 발표한 '18년 12월 대형·국유기업 중심의 제조업 PMI는 49.4를 기록, '16년 7월 이후 29개월 만에 처음으로 경기위축 구간에 진입
 - 중소·수출업체의 경기 동향을 반영하는 차이신(財新)의 제조업 PMI도 12월 49.7로 '17년 5월 이후 19개월 만에 최저치를 기록
- ※ 제조업경기 선행지표인 PMI는 구매관리자 대상으로 설문을 실시해 경기 동향을 파악하는 지표로 50 이상이면 경기 확장, 50 이하면 경기 위축을 의미

〈중국제조업 PMI〉



자료: CEIC, Bloomberg

- 미·중 무역전쟁 여파로 대외무역 부진이 가시화되고 소매판매, 산업생산 모두 증가세가 현저하게 둔화하며 실물경기 둔화 우려가 확대
 - 그동안 두자릿수 증가율을 보이며 견조한 흐름을 유지했던 수출·수입도 11월 들어 각각 5.4%, 3.0%로 한자릿수 증가에 그쳤고 12월에는 각각 4.4%, 7.6% 감소로 전환
 - 소매판매는 자동차 판매가 크게 감소하며(12월 전년동기비 △13.0%) 12월 8.2% 증가에 그쳤고, 11월 증가율(8.1%)은 15년 만에 최저치를 기록
 - 산업생산도 자동차 제조업이 '18년 10월부터 감소세(10월 △0.7%, 11월 △3.2%, 12월 △4.1%)로 전환되고 확대되면서 부진

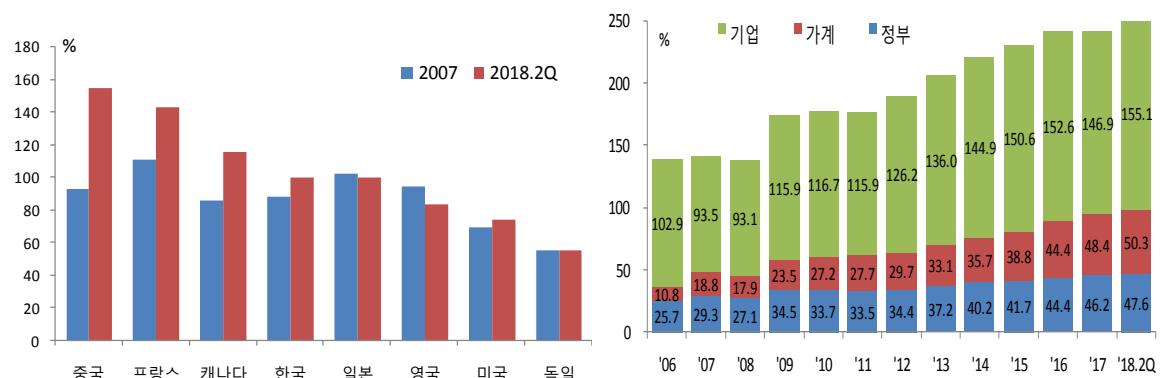
○ 중국의 경기둔화세가 뚜렷해지면서 중국 부채위기 관련 경고음이 고조

- 국제금융협회(IIF)는 '18년 3분기 중국의 총부채 규모가 국내총생산(GDP)의 300%에 달한 것으로 추정하면서, 부채리스크가 미·중 무역전쟁이라는 불확실성과 함께 중국 경제에 악영향을 끼칠 것으로 우려
- 국제금융 권위자인 배리 아이켄그린(UC버클리대 교수)은 최근 칼럼에서 경제성장 둔화와 막대한 부채문제가 맞물려 중국은 '19년 6% 성장을 달성하기 어려울 것으로 전망되며, 신흥국 경제에도 타격을 줄 것이라고 지적
- 중국 당국도 미·중 무역전쟁 와중에 잠재적 '시한폭탄'인 부채문제가 최근의 성장둔화와 맞물려 중국발 금융위기를 촉발할 수 있다며 경계 수위를 높임

○ 국제결제은행(BIS)에 따르면 중국의 총부채 규모는 '18.6월 말 기준 RMB219.1조(U\$33.1조)로 GDP 대비 253.1%에 달함

- 중국 부채 중 기업부채가 높은 비중(61%)을 차지하고 있고, '18.6월 말 기준 GDP대비 155.1%로 주요국보다 높으며 '07년 말 대비 가파른 상승세를 보임
 - 중국의 기업부채는 1990년대 초반 일본 버블 붕괴 당시 수준(141.6%)을 넘어섰고, 미국 기업부채 비중(74.4%)의 2배 이상이며 전 세계(93%) 및 신흥국(97%) 대비 매우 높음
 - 중국의 기업부채 비율은 '18년 1분기 157.1%로 최고치를 기록한 이후 정부 당국의 디레버리징(부채감축) 영향으로 2분기에 감소한 것으로 나타남
 - 반면 가계 및 정부 부채비율은 '18.6월 말 각각 50.3%, 47.6%로 비교적 양호한 수준이나 지속적으로 증가하고 있는 양상
- ※ 세계경제포럼(WEF)은 위험수준에 도달했다고 판단하는 가계부채 임계치를 GDP의 75%로 보고 있고, IMF는 정부부채 권고치를 GDP의 60%로 설정

<주요국 기업부채 비교><중국의 부문별 GDP대비 부채비율>

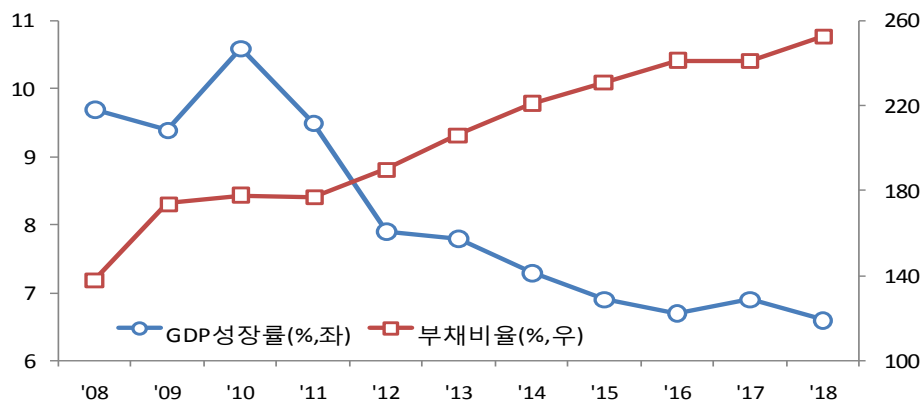


자료: BIS, POSRI

2. 중국 부채 관련 불편한 진실

- 중국의 부채문제는 GDP대비 막대한 규모에다 글로벌 금융위기 이후 부채비율이 급증했고, 향후 성장 둔화로 부채비율이 계속 늘어난다는 점임
 - 국제통화기금(IMF)은 중국의 부채 증가가 ‘위험한 궤도’로 가고 있다고 진단하고 중국발 금융위기의 위험성을 지적하면서, '22년 총부채 비율이 300%에 달할 것으로 전망
 - 실질 GDP성장률은 글로벌 금융위기 이후 계속해서 둔화세를 보이고 있는 반면 GDP 대비 총부채 비율은 빠른 상승세를 보이는 등 역방향으로 움직임
 - '08년 중국의 부채비율은 138%에 불과했으나 글로벌 금융위기 이후 10년 만에 253%로 두 배 가까이 상승

〈중국 GDP 성장률과 총부채 비율〉



자료: CEIC, BIS, POSRI

주: 총부채비율은 '18.2Q 기준

- 과거엔 부채증가 속도를 흡수할만한 견조한 성장률이 뒷받침되어 큰 문제가 되지 않았지만, 중국경제가 하강국면에 진입하면서 과도한 부채는 성장의 선순환 고리를 약화시키고 금융위기를 촉발할 트리거로 작용 가능성
- 중국지방정부의 ‘숨겨진 부채’로 정확한 정부 부채규모 파악 불가, 지방정부 차입자금의 만기불일치 문제 등이 중국의 부채리스크를 부각시키는 요인
 - 중국 지방정부의 부채규모는 공식통계(RMB16.5조) 외에 ‘숨겨진 부채’까지 포함 시 최대 RMB55조로 추정되는 가운데 리스크 요인으로 부각
 - 지방정부의 숨겨진 부채는 주로 지방정부 융자플랫폼(LGFV)을 통해 조달된 자금으로, 지방정부의 제한된 재정 예산 및 인프라 투자 수요 증가에 따른 재정난 심화로 LGFV를 통한 우회적 재원조달이 증가하면서 규모 확대

- 국제신용평가사 무디스는 숨겨진 부채 대부분이 성(省)급 아래 단계의 지방정부에 집중되어 있는 상황을 고려, 부채문제 우려로 중국 지방정부의 신용등급을 부정적으로 전망
- ※ '15년에 중국 정부가 지방정부 부채를 전부 지방채로 발행해 치환하면서 지방정부 산하의 자금조달기구인 LGFV(지방정부 융자플랫폼) 형태의 채무를 공식 통계에서 거의 제외한 데 기인

〈중국 지방정부의 '숨겨진 부채' 관련 기관별 추정치〉

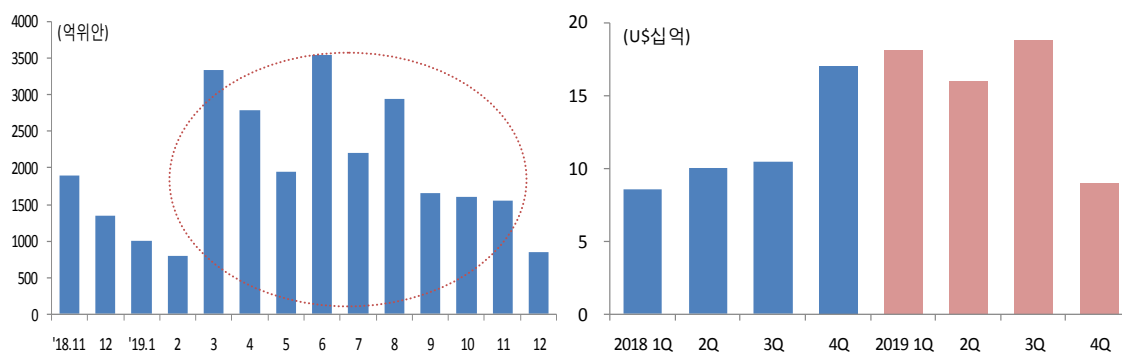
'17년 말 기준	숨겨진 부채규모	정부 부채규모
중국재정부	없음	총 RMB29.9조 (중앙 RMB13.4조, 지방 RMB16.5조)
BIS	RMB8.9조	총 RMB38.8조(지방 RMB25.4조)
IMF	RMB24.5조	총 RMB54.4조(지방 RMB41조)
S&P	RMB14조~24조	총 RMB44조~54조 (지방 RMB30조~40조)
중국사회과학원	RMB38조	총 RMB67.9조(지방 RMB54.5조)

자료: 국제금융센터(2018.10.30)

- 지방정부의 LGFV 통해 조달된 자금이 주로 인프라 프로젝트에 투자되어, 만기불일치 문제 및 부동산시장 침체 시 지방정부의 부채리스크 현실화 우려
 - LGFV를 통해 조달한 자금은 만기가 5년 이내인데, 인프라투자는 수익성도 저조한 데다 투자회수기간이 장기(20~30년)이므로 만기 불일치 문제 발생
 - 지방정부 재정수입 중 토지 판매수익 비중이 크므로(24%) 부동산 규제강화 시 토지매각 변동성으로 지방정부의 재정 악화 및 디폴트위험 우려
- 특히 '19년부터 지방정부 채권 및 부동산개발업체의 채무 만기도래가 확대되는 것도 향후 채무불이행 압력을 높이며 부채리스크를 고조시킴
 - 경기둔화와 부동산 규제강화로 부동산 경기둔화세가 심화될 경우 부동산개발 수익 저하에 따른 지방정부의 채무상환능력 저하와 부동산 기업의 디폴트 우려
 - '19년에 본격적으로 만기 도래하는 지방정부 채권 물량은 RMB13,650억 가량이며, 부동산개발기업의 올해 만기도래 부채규모는 RMB3,850억
 - 파이낸셜타임스와 블룸버그는 중국 부동산 개발업체들의 '19년 위안화 채무가 각각 RMB3,850억, U\$619억에 달하며, 부동산 부문이 연쇄 디폴트 위험에 직면할 가능성이 있다고 보도

- 한편 블룸버그는 중국 부동산 업계의 총부채 규모가 U\$3,550억(약 400조원)에 이르는 것으로 추산
- 중국 경제성장에서 부동산 시장의 비중이 그만큼 부동산업계의 디폴트 현실화는 그림자금융과 연계된 상업은행의 부실화 가능성으로 연결 우려

〈중국 지방정부 채권 만기도래〉〈부동산기업 부채 만기도래 물량〉



자료: Bloomberg, POSRI

주: 지방정부 채권은 지방채와 LGFV 만기도래 포함

- **미·중 무역전쟁 영향으로 '19년 중국 기업들의 회사채 디폴트 증가가 지속 확대될 것으로 예상되면서 부채 위기설을 부추기는 요인으로 작용**
 - 중국 부채 중 가장 문제가 되는 기업 부채는 지난해 정부의 디레버리징(부채 축소) 정책 영향에 따른 기업의 자금조달난으로 디폴트가 사상 최고치를 기록
 - '18년 중국 회사채 디폴트 규모는 RMB1,349억에 이르고 발생 건수는 38건으로 '16년에 기록한 최대치(18건)를 두 배 이상 상회
 - '19년 미·중 무역전쟁의 영향이 본격화하면서 실물경기 둔화에 따른 기업 수익성 악화로 만기 상환 및 차환 발행이 난항을 겪어 중국 기업의 디폴트 증가 가능성
 - '19년 중국 기업의 회사채 만기 물량이 집중되는 가운데, 비금융권 기업의 회사채 만기 물량은 RMB3.5조에 이를 것으로 전망됨

3. '19년 중국경제정책방향과 부채리스크 영향

- **중국정부는 미·중 무역전쟁에 따른 경기둔화 가시화로 '19년 경제정책 기조를 적극적인 경기부양에 중점을 두는 방향으로 전환**
 - '18년 12월 개최된 중앙경제공작회의에서 경기하방 압력에 대응하기 위해 적극적 재정정책 및 완화적 통화정책을 통한 경기부양 의지 표명

※ 중앙경제공작회의는 매년 12월에 다음해 경제정책 방향과 추진 전략을 수립하는 비공개회의

- 정부 당국은 현재 중국 경제가 복잡하고 엄중한 대외환경과 경기하방 압력에 직면해 있어 안정적 성장세 유지와 시급한 정책대응이 필요하다고 인식
 - '18년 중국의 GDP 성장률이 6.6%를 기록해 28년 만에 최저 수준이며, 대내외 경제전망기관들은 '19년 중국의 GDP 성장률을 6.2~6.3%로 전망
- 특히 '19년은 新중국 건국 70주년이자 '20년 전면적 샤오강(小康)사회 건설의 관건이 되는 해이므로 중국경제의 안정적 성장이 무엇보다도 중요함
- 정부 당국은 '19년 대규모 감세와 각종 수수료 인하, 재정확대 정책, 인프라 투자 관련 지방정부의 특수목적 채권 발행을 대폭 증대할 계획임
 - 경기둔화세 방지를 위해 특히 재정정책 면에서 감세 통한 소비 진작과 지방 인프라 투자 증가를 위한 지방정부 특별채권 발행이 강조됨
 - 중국 국무원은 지방 인프라 개발사업을 통한 경기둔화 대응 위해 RMB1.39조 규모의 '19년도 지방채 발행을 조기 승인하는 등 지방채 발행을 가속화

〈'18년 중앙경제공작회의 주요 정책 내용〉

	주요 내용		주요 내용
정책 기조	- 안정속 성장(穩中求進) 유지 - 경기둔화 방어 강화	지방 재정	- 지방정부 채권발행 규모 확대
통화 정책	- 통화정책 탄력적 운용(완화) - 통화정책 전달체계 개선	금융 안정	- 금융시장의 이상변동 방지 - 지방정부 부채위험 통제관리
재정 정책	- 적극적 재정정책효과 최대화 - 대규모 감세 및 수수료 인하	지역 개발	- 서부대개발, 동북지역 진흥 - 중심도시발전/인접지역 질적향상
산업 정책	- 5G 조기상용화 - 인공지능, IoT 기초건설	부동산	- 주택을 투기 아닌 거주대상 명시 - 지역별 차별화된 주택정책 실시

자료: 한국은행(2018.12.28)

- 이번 중앙경제공작회의에서 기존경제정책의 핵심기조였던 부채 축소와 공급측 구조개혁보다 적극적인 경기부양을 강조
 - 래리 후 맥쿼리증권 이코노미스트는 “거시정책의 초점이 구조적 문제 해결을 위한 장기적 리스크 축소에서 단기적 수요 진작으로 전환된 것”이라고 지적
- 경기부양을 위한 중국 정부의 확장적 거시정책으로의 전환은 부채리스크를 오히려 확대하는 등 부작용을 초래할 가능성이 큼

- 중국 정부는 '20년까지 부채 등 금융리스크 해소를 목표로 주력해왔으나, 통화완화 정책 선회로 목표 달성은 차치하고 부채리스크가 더욱 가중될 전망
 - 경기부양에 초점을 두고 단순히 유동성 공급에만 주력하면 자금이 실물경제가 아닌 부동산 부문으로 집중될 경우 역효과만 발생하는 결과 초래
 - 만약 미·중 무역협상이 조기에 일정 수준에서 봉합되고 부양효과에 따른 경기 안정화가 가시화되면 정부 당국은 다시 디레버리징 정책으로 전환할 가능성
- 한편 막대한 부채 문제가 발목을 잡아 경기둔화 대응정책 실행에 있어 선택 폭을 제약할 뿐만 아니라 부양정책 효과도 제한적일 가능성이 있음
- 글로벌 금융위기 이후 실시한 RMB4조의 경기부양책 후유증이 여전히 해소되지 않은 상황에서 대규모 경기부양책이 또 심각한 부작용을 일으키는 악순환이 반복
 - 미·중 무역전쟁 격화, 신용리스크 확대 등 대내외 위험요인들로 경기부양 정책효과가 일부 상쇄돼 별다른 성과를 얻지 못할 가능성이 있음

4. 종합 및 제언

- '19년은 미·중 무역전쟁의 영향이 가시화하면서 중국 경제의 잠재적 위험인 부채리스크가 다시 부각되어 시장불안감이 확대될 가능성에 유의
- 미·중 무역전쟁 향방에 대한 불확실성이 여전하고 실물경제가 둔화되는 가운데 중국 부채위기를 부추길 불안요인들이 잠재되어 있기 때문임
 - 만일 미·중간 무역협상이 결렬될 경우 중국은 경기하강 심화와 회사채 만기도래 급증이 수익성 악화와 맞물려 제조업을 중심으로 한 기업의 신용리스크 확대로 이어져 부채위기가 증폭될 우려
- 경기부양에 방점을 두는 '19년도 중국경제의 정책기조가 오히려 중·단기 관점에서 부채리스크를 증대시킬 수 있어 이에 대한 상시 모니터링 및 리스크 관리를 강화할 필요
- 실물경기 둔화 심화 시, 추가 경기부양을 위한 금리인하와 적극적인 재정확대 정책으로의 전환 과정에서 오히려 부채 증가 및 재정적자 확대 등 장기 재정건전성이 악화될 가능성에도 유의할 필요

이 자료에 나타난 내용은 포스코경영연구원의 공식 견해와는 다를 수 있습니다.

[참고자료]

[보고서/논문]

사동철, 중국경제의 잠재 뇌관, 부채 리스크, POSRI 이슈리포트, 포스코경영연구원, 2016.6.16

김윤경, 황재철, “중국 지방정부 부채위험 점검”, Issue Analysis, 국제금융센터, 2018.10.30

조병현, “다시 보는 중국”, Market Issue, 유안타증권, 2018.11.13

한국은행 북경사무소, 2018년 중앙경제공작회의의 주요 내용 및 평가, China Weekly, 2018.12.28

IMF, China's Economic Outlook in Six Charts, 2017.8.15

World Bank Group, China Economic Update, December 2018

Barry Eichengreen, “Shelter from the Storm in 2019”, Project Syndicate, 2019.1.10

Moody's Investor Service, “Opaque Disclosure of ‘Hidden Debt’ Underscores Monitoring Challenge”, Sector Comment, 2018.11.15

S&P Global Ratings, “China's Hidden Subnational Debts Suggest more LGFV Defaults are likely”, RatingsDirect, 2018.10.15

[서적]

디니 맥마흔, 빛의 만리장성, 미지박스, 2018

[언론]

Don Weinland, “China developers face \$55bn of maturing onshore debt in 2019”, Financial Times, 2018.11.11

Carrie Hong, “Default Risks Rise in \$355 Billion China Builder Bond Market”, Bloomberg, 2018.11.5

“China Pledges More Stimulus in 2019 as Economy Seeks Bottom”, Bloomberg, 2018.12.21

Amanda Lee, “China running out of options to bolster confidence in slowing economy, analysts said”, South China Morning Post, 2018.12.24

“췌차이나 올해 디폴트 3배 급증, 내년이 더 문제”, 뉴스핌, 2018.12.19

“디폴트 경고음 점점 커지는 中 부동산업계”, 한국경제, 2018.11.12

“무역전쟁에 따른 경기둔화에 중국 지방채 발행 서둘러”, 뉴스핌, 2019.1.2 외 기사 다수