

## 중국의 금융리스크와 관전 포인트

이치훈 국제금융센터 중국팀 연구위원(팀장)

**작**년 초 기습 작전처럼 나타난 증시 폭락과 한 해 동안 진행된 외화보유액 감소로 고조되었던 국제금융시장의 공포가 수그러진 지 얼마 되지 않았다. 금년 들어서는 회사채 금리가 급등하면서 신용리스크가 새로운 이슈로 부각되고 있다. 이러한 상황에서 Moody's가 지난 5월 24일 기다렸다는 듯이 중국의 국가 신용등급을 Aa3에서 A3로 하향조정하였다. 무디스는 중국정부의 구조 개혁 효과가 크지 않고 레버리지 증가세 지속으로 경제·금융 리스크가 커진 것으로 평가하였다. 특히 잠재성장률 하락이 불가피한 가운데 향후 성장 목표 달성을 위해 정부지출과 기업부채가 급증하였다고 언급하였다. 실제로 중국 지방정부 부채에 대한 우려가 지난 수년간 지속되고 있는 가운데 금년 들어서는 장단기 국채금리가 역전되는 현상도 발생하였다.

중국경제와 금융불안이 지속되고 있음에도 불구하고, 무디스의 신용등급 하향 조정의 영향은 크지 않을 것이라는 전망이 우세하다. 이러한 기대는 이번 등급 하락이 작년 3월 등급 전망을 부정적으로 제시하면서 어느 정도 예견되었다는 점이 가장 크게 작용하고 있다. 중국정부도 등급 하락 이후 보다 적극적으로 금융시장을 관리하고 있다. 위안화 환율은 금년 들어 8월까지 4.5% 내외 절상되었고, 상해종합지수도 MSCI 신흥국지수 포함으로 외국인자금 유입과 주가 회복에 대한 기대도 커지고 있다.

시스템 위기 가능성 측면에서 볼 때 중국정부의 반박과 같이 단기 내에 중국의 금융 시스템 붕괴 또는 경제 경착륙이 현실화되지는 않을 것으로 보인다. 우선 지난해 말 기준 GDP 대비 정부 부채 규모가 46.2% 집계되었다. 이 수치는 다른 브릭스(BRICS) 3개국의 평균인 55.0%보다 낮으며, 우량 국가인 독일의 67.6%보다도 낮은 수치다. 이는 경기 대응을 위한 재정지출 여력이 양호하다는 것을 의미한다. 국가 전체 대외부채의 경우 GDP의 12.7%로 다른 주요국의 1/3 수준에 그치고 있다. 이 같은 건전성은 1978년 개혁개방 이후 성장을 견인했던 시드머니가 차관이 아닌 외국인직접투자라는 역사적 배경과 관련성이 있다. 정부가 기업부채 문제를 직시하고 관리를 강화한 결과 기업부채 절대 규모도 2016년 3분기 18.1조 달러에서 2016년 말 17.8조 달러로 5년 만에 감소하였다. 거시경제 측면에서는 성장동력이 수출에서 소비·서비스 등 내수 위주로 전환되고 있다는 점이 긍정적 요소로 꼽힌다. 이에 따라 적어도 내년까지는 6%대의 경제 성장률을 유지할 것으로 예상된다.

그러나 국가신용등급의 하락은 금융리스크를 확대시키는 요인임이 분명하다. 지난해 중국의 회사채 디폴트 건수는 79건으로 전년 23건에 비해 두 배 이상, 금액기준으로는 10배 이상 증가하였다. 이와 더불어 회사채(AAA, 5Y) 금리는 지난해 3% 초반에서 금년 6

월 5%에 육박하는 수준으로 급등하였다. 국가신용등급의 하락은 기업뿐만 아니라 지방정부를 포함한 정부의 자금조달 비용도 상승시키는 요인으로 작용한다. 특히 중국의 과잉 유동성 축적 필요성, 채권시장 수급 불균형 등 비우호적인 환경을 감안할 때 금년 하반기 중 신용리스크가 크게 완화되기 어려울 것으로 예상된다.

세부사항을 살펴보면 통화정책 측면에서 2016년 GDP 대비 M2 비율이 208.3%로 여전히 과도하게 높을 뿐만 아니라, 美금리인상 등에 따른 자본유출 압력과 위안화 절하 심리에 대응할 필요성도 지속되어 경기대응을 위한 통화완화 여력이 제약될 것으로 보인다. 참고로 금년 1분기 인민은행의 통화정책보고서는 자산버블 및 금융리스크 예방을 강조하면서 신중하나 긴축적 통화정책 기조 유지 방침을 시사하였다. 한편 회사채뿐만 아니라 국채시장의 수급 불균형 심화되면서 실질금리 상승 압력도 커질 것으로 예상된다. 2017~2018년 중 회사채 만기도래 규모가 연평균 48.0% 증가하는 반면, 금년 상반기 중 발행은 정부 규제 등으로 약 78% 감소하였다.

정부채는 인프라 투자 등을 위한 발행 수요 증가에도 불구하고, 부외거래 규제 등으로 전체 투자의 절반 이상을 차지하는 은행의 수요 위축이 예상된다. 금년 6월 들어 시중 금리 상승과 함께 1년-10년간 국채 금리도 역전되어 이 같은 우려가 현실화되고 있다. 다른 한편으로 금년 11월 19차 당대회에서 시진핑 중심의 2기 지도부가 사실상 확정되면서 정책 중심이 구조개혁으로 이동하여 신용불안을 부추길 가능성도 배제하기 어렵다. 일부에서는 금년 5월 베이징시 당서기의 파격 교체로 지도부 선정이 사실상 마무리 수순에 진입한 것으로 평가하고 있다. 그밖에 회사채 등급 중 AAA가 37.5%로 미국 1.4%를 크게 상회하는 등 신용평가제도의 불투명성도 투자수요를

위축시키는 요인으로 작용한다.

그러나 우리가 더 주목해야 할 점은 회사채 부도와 금리 급등 등 신용리스크의 표면적인 현상보다는 이와 연결되어 있는 구조적인 문제점이다. 중국 경제는 과거 고도성장 과정에서 쌓여진 과잉 유동성과 자원 배분의 비효율성이 2008년 글로벌 금융위기 이후 지속적인 경기 대응으로 심화하면서 상당 수준 한계에 봉착하였다.

이에 따라 중국 정부가 점진적인 금융 디레버리징 (Deleveraging)을 포함한 금융개혁을 추진했지만, 경제 주체가 이에 적응하지 못하면서 시중 자금경색 조짐과 같은 현재의 금융 불안 및 국가신용등급 하락이 연결된 것이다. 이 같은 구조적 문제의 해결을 위해서는 경제 혈맥인 금융의 개혁이 필수적이다. 금융개혁은 환율·증시 등 각 부문이 유기적으로 연결된 가장 깊은 단계이기 때문에 정교한 설계가 필요할 뿐만 아니라 과감한 외과적 수술이 필요하다. 특히 중국의 경우 금융 시스템 개혁의 근원은 국가 경제의 기동이자 제도적, 관습적으로 무풍지대에 위치한 국유기업에 있다.

前 IMF 부총재 린이푸(Linyifu)는 국유기업이 사회 총용자의 약 65%를 점유하고 있지만 부가가치 생산은 30%에 그친다고 주장하였다. 이는 과거 계획경제 체제하에서 정부가 감독자인 동시에 소유자인 모순적 입장에서 비롯되었다. 중국 정부도 이 같은 사실을 인지하여 지난해부터 국유기업 지배구조 개선을 실시하며 한계기업을 퇴출시키기 위해 노력하고 있으며 이에 따른 성과도 기업 대형화 등 형태로 나타나고 있다. 그러나 문제는 존재한다. 국유기업 구조조정은 정부의 또 다른 핵심 목표인 일자리 창출과 반대되기도 하고, 기득권층의 반발 등 여러 부작용을 초래할 수도 있다. 실제로 중국의 국유기업 개혁은 1990

년대부터 지속해서 추진됐으나 매번 한계에 직면하였다. 결과적으로 국유기업의 체질 개선이 미흡한 현재 상황에서는 중국 정부의 야심에 찬 금융개혁 추진이 상당 수준 무력화될 수 있다. 다른 한편으로는 무디스가 우려한 바와 같이 개혁 충격 완화와 경기 대응을 위한 재정지출을 확대하면서 국진민퇴(國進民退)와 금융 쏠림 현상이 해소되기까지 상당한 시일이 소요되고 이는 그림자금융 등 다양한 형태의 신용리스크를 야기하는 내재적 요인으로 작용할 가능성이 크다.

종합해 보면, 중국의 금융시스템 위험은 관리가 가능하나, 신용 리스크 등 표면적 금융불안이 과잉유동성, 국유기업, 기득권 등 구조적 문제점과 맞물려 있어 향후 중국경제의 주된 위험요인으로 장기화될 것으로 평가된다. 끝으로 이제 한중간 경제 연결 고리가 실물에서 금융부문으로 빠르게 전이되고 있다. 따라서 중국 금융의 취약성과 중국발 금융 불안을 미래형 리스크로 인지하고 우리 금융 경쟁력 제고 등 여러 대응책을 마련하여 적극적으로 대응해야 할 것이다. **CSF**

**알립니다**

- CSF 칼럼은 대외경제정책연구원(KIEP)에서 발간하고 있으며, 저작권 정책은 '공공저작물 자유이용허락 표시기준 제 3유형'에 따릅니다. 해당 원고에 대해 사전 동의 없이 상업 상 또는 다른 목적으로 무단 전재·변경·제 3자 배포 등을 금합니다. 또한 본 원고를 인용하시거나 활용하실 경우 △출처 표기 △원본 변경 불가 등의 이용 규칙을 지켜셔야 합니다.
- 본 원고에 대한 글, 그림, 사진 등 저작권자가 표시되어 있지 않은 모든 자료에 대한 저작권 책임은 저자 본인에게 있으며, 해당 원고의 의견은 KIEP 및 CSF의 공식적인 입장을 대변하고 있지 않습니다.