

## 중국 국가 보고서

3 June 2016

장진우  
+82.2.2179.1166  
jinwoo.jang@kic.go.kr

중국과 같이 전망이 극단으로 나뉘는 국가는 찾아보기 힘들다. 누군가는 중국이 곧 세계를 제패할 것이라 자신하고 있는 반면 다른 누군가는 중국이 곧 큰 위기를 겪을 것이라 전망한다. 어느 쪽을 지지하든 글로벌 금융 시장에서 중국의 영향력을 무시하기 힘들다는 사실은 모두 인정하고 있는 듯하다. 이에 중국 경제 전반에 대한 이해를 제고하려는 것이 본 보고서의 목적이며 이를 위해 중국의 현재를 조망해보면서 앞으로 있을 정책 방향성을 살펴보고 중국 국내에 존재하는 리스크에 대해 평가를 해보려고 한다.

주요 지표 정리	단위	2016*	2015	2014	2013	2012	2011	2010
명목 GDP	CNY billion		67,671	63,591	58,802	53,412	48,412	40,890
실질 GDP 성장률	%	6.5	6.9	7.3	7.7	7.7	9.5	10.6
CPI	%	2	1.5	2	2.6	2.6	5.4	3.3
PPI	%	-3.6	-7.3	-4.4	-0.7	-1.6	2.3	7.9
Debt/GDP	%		246.8	231.52	219.92	212.47	198.89	203.24
산업생산	%	5.9	6.1	8.3	9.7	10	13.9	15.7
제조업 PMI			49.7	50.1	51	50.6	50.3	53.9
M2 증가율	%	13.0	13.3	12.2	13.6	13.8	13.6	19.7
기준 금리	%	4.05	4.35	5.60	6.00	6.00	6.56	5.81
무역 수지	USD billion		594	382	259	231	155	183
외환보유고	USD billion		3,330	3,843	3,821	3,312	3,181	2,847
USDCNY		6.69	6.49	6.21	6.05	6.23	6.30	6.61

\* 2016년은 Bloomberg 예상치

## 내 용

1. 중국 근대사에 대한 짧은 서술 .....	3
2. 중국 공산당 .....	4
2.1. 중국 공산당 개요	
2.2. 공산당 경제 정책 관련 주요 인물	
2.3. 중국 의사 결정 기구	
2.4. 최근 정책 방향성	
3. 중국 경제 개황 .....	10
3.1. 1990년대 말 개혁, 그리고 위기의 재현	
3.2. 중국 경제 정책 Feedback Loop	
4. 경제 주요 이슈 - 성장, 과잉 설비, 부채 .....	13
4.1. 과거 고성장의 추억	
4.2. 성장 전략 변화의 필요성	
4.3. 과잉 투자 vs 투자 부족	
4.4. 부채 경고음에 대한 평가	
4.5. 은행 건전성	
5. 부동산 시장과 소비 .....	27
5.1. 부동산 시장 상승세	
5.2. 소비 성장	
6. 정책 대응 수단 개요 .....	32
6.1. 통화정책	
6.2. 외환정책	
6.3. 재정정책	
6.4. 일대일로	
7. 대외 내역 .....	43
8. 결론 .....	45

중국은 잠자는 사자다. 만약 잠에서 깨기만 하면 세계를 진동시킬 것이다. - 나폴레옹

## 1. 중국 근대사에 대한 짧은 서술

1919년, 한반도에서 3.1. 운동의 열기가 전국으로 확산될 무렵 중국에서는 러시아 혁명의 영향을 받아 베이징 대학 교수, 강사, 학생들을 중심으로 반제국주의, 반봉건주의 혁명 운동이 전개되었다. 5.4. 운동이라 알려진 이 사건은 중국 공산당의 창립 기반으로 작용하였다. 1921년 7월 1일 제 1차 당대회가 개최되며 공산당은 조직으로서의 기틀을 정립하였고 모택동과 천두슈 등 주요 인물들이 초기 멤버로 참여하였다. 그러나 공산당이 훗날 중국 역사에 큰 획을 긋게 될 것이라 예상하는 사람은 이때까지만 해도 많지 않았다.

1929년 홍군 창건 이래 중국 공산당은 장개석의 공산당 토벌 전투에 맞서 몇 차례의 승리를 거두었지만 결국 국민 혁명군의 대규모 인력과 자원에 밀려 1934년부터 1936년까지 대장정을 감행하지 않을 수 없게 된다. 대장정 기간 동안 9만 명의 초기 병력 중 2/3가 손실되며 큰 타격을 받았지만 9,600km에 달했던 행군은 모택동의 리더십과 공산당의 결속력을 강화시키는 계기로 작용하였다. 대장정 중 홍군이 지나간 곳곳에는 혁명의 씨앗이 뿌려졌다. 그 이후 2차 국-공 내전에서 승리한 공산당은 1949년 10월 1일 천안문 광장에서 중화인민공화국을 선포하였고 현재의 중국은 국가적인 모습을 갖추게 되었다.

불행하게도 초기 중국의 역사는 실패로 점철되었다. 건국 이후 모택동은 무리하게 대약진 운동(1958~1962)을 추진하였고 4,000만 명의 아사자가 발생하는 비극적 결말을 맞게 되었다. 대약진 운동의 실패로 국가 주석에서 사임한 모택동은 권력을 탈환하기 위해 문화 대혁명(1966~1976)을 획책하기에 이른다. 이로 인해 합법적 권력 기구들이 무력화되었고 무정부 상태 속에서 중국은 사실상 내전 상태에 빠졌다. 문화 대혁명을 거치면서 유교 등 전통 문화의 많은 부분이 훼손되었고 사회 구성원의 갈등은 최고조에 달했다. 두 차례에 걸친 모택동의 실책은 중국의 경제, 사회에 깊은 상처로 남았고 초기 중국은 혼란 속에 약소국의 지위를 면치 못했다.

1960년대 소련과의 갈등이 증폭되었고 이는 중국과 미국의 관계 개선이라는 결과를 낳았다. 1971년 미국 국무장관인 헨리 키신저가 북경에 비밀리에 방문하였고 그 해 10월 중국의 UN 가입안이 통과되었다. 얼마 지나지 않은 1972년 2월 닉슨 대통령은 북경을 방문하여 양국 관계 정상화는 공식화되었다.

등소평의 흑묘백묘(黑貓白貓)론으로 대표되는 개혁 개방 정책 이후 중국은 천천히 사회주의 기반에 자본주의 시스템을 접목하기 시작하였다. 그러나 개방 시도 초기에 관료의 부패와 높은 인플레이션, 실업률은 천안문 사태(1989)를 촉발하는 원인 중 하나로 작용하였다. 천안문 사태는 중국 국민의 민주화 요구를 확인하게 된 직접적 계기가 되었고 중국 공산당은 이를 군사력으로 억누르며 국제적인 비난에 직면하게 되었다.

소련의 붕괴로 냉전은 종식되었고 이후 중국은 지속적으로 개혁 개방을 추진하면서 국제 사회의 일원이 되기 위해 노력하였다. 2001년 중국은 세계무역기구(WTO)에 가입하였고 본격적으로 세계의 공장으로서 역할을 하기 시작했다. 21세기 초 중국의 경제적 성장은 눈부셨지만 반대 급부로 국내 빈부 격차, 환경 오염, 소수 민족 갈등 등 산적한 문제를 과제로 안고 있다.

도표1

#### 대약진 운동 기간 굶주린 인민



출처 : 구글 이미지 검색

#### 천안문 사태



출처 : 구글 이미지 검색

## 2. 중국 공산당

### 2.1. 중국 공산당 개요

중국의 근대사는 곧 중국 공산당의 역사이다. 중국 이해는 공산당을 이해하는 것에서부터 출발한다. 앞서 살펴본 대로 중국은 공산당(1921) - 군(1929) - 국가(1949) 순으로 설립되었다. 본질적으로 군과 국가는 모두 공산당을 보존하기 위한 수단에 불과하다. 중국에는 명목상 국군(國軍)이 없다. 공산당의 무력 기구인 중국 인민 해방군만이 있을 뿐이다. 또한 인민 해방군은 국가에 상위 개념이다. 공식적으로 중국 국방부는 인민 해방군에 대한 지휘권을 보유하지 않고 군사 행정 업무만을 담당하고 있다. 따라서 중국의 공산당을 우리 정치 시스템의 당(黨, Party) 개념으로 이해하면서 중국을 1당 독재인 사회라고 단순히 이해하는 것은 무리가 있다. 공산당은 서구 의회 민주주의의 당의 개념과는 다르게 사회를 구성하는 기본 철학이다.

중국 공산당이 주창하는 사회주의는 사회의 안정이 개인의 자유에 우선한다. 공산당은 대약진 운동의 처참한 실패와 천안문 사태를 겪으면서 섰부른 정책 변경이 불러올 수 있는 비극에 대해 몸소 철저히 경험하였고 계획 경제의 단점을 확인했다. 따라서 같은 실수를

반복하지 않기 위해, 공산당 지도부는 사회적 안정에 방점을 두면서 정책을 집행한다. 등소평의 개혁 개방 정책은 수십 년이 지난 지금도 진행 중에 있고 그 속도는 거대한 사회 시스템을 뒤흔들지 않을 만큼 천천히 그리고 신중히 진행되고 있다. 왕치산 중앙기율검사위원회 서기가 헨리 키신저에게 말했다는 다음 이야기는 중국 지도층의 이와 같은 태도를 보여준다.

“중국이 한 방향으로 나아갈 때 13억 명에게 깎아지른 절벽으로 가라고 할 수 없습니다. 목표의 실현에는 모든 부분이 다 중요합니다. 중국호의 운행은 무척 신중해야 합니다.”

- 왕치산, 중앙기율검사위원회 서기

따라서 중국은 다른 국가에서 경험할 수 있는 정치적 리스크에 적게 노출될 수 있다는 장점이 있다. 정권 교체 시마다 목표와 계획이 바뀌는 다른 국가들과는 달리 중국의 정책은 장기간 안정적으로 진행된다. 단기적으로 중국의 정책 결정 과정이 불투명하다고 불평할 수 있지만 장기적 국가 발전 계획에 대해 중국은 그 어느 국가보다 안정적일 수 있다.

13억의 인구 중 약 9,000만 명이 공산당원으로 등록되어 있다. 개혁 개방 정책 이후 자본주의 현대화가 진행되면서 경제적 영역에서 비 공산당원의 영향력이 커지기는 했지만 여전히 중국 내 주요 권력은 공산당에서 독점하고 있는 상황이다. 따라서 사회적인 성공을 위한 공산당 가입이 만연한 상황이다. 베이징 대학 대학생들의 10% 정도가 공산당 당원으로 입당하고 있다고 한다.

“공산주의를 위하여 종신토록 분투하며 시시각각 당과 인민을 위하여 모든 것을 희생할 각오를 하며 영원토록 당을 배반하지 않겠다”고 선언한 9,000만 명의 공산 당원은 사회 곳곳에서 영향력을 드러내고 있다. 이는 깨지기 어려운 권력 구조를 드러낸다. 공산당은 대약진 운동과 천안문 사태를 겪으면서도 살아남았다. 경제의 성장으로 현재 중국 내 공산당의 인기는 높은 상태이다. 인민을 배불리 먹여서 당의 영속적인 집권 능력을 키우는 것이 공산당의 목표이며 이를 달성하기 위한 강한 행동력을 공산당은 보유하고 있다.

## 2.2. 공산당 경제 정책 관련 주요 인물

- 시진핑 (習近平, 1953년생): 중국 공산당 중앙위원회 총서기이며 중국 공산당 중앙군사위원회 주석, 중화 인민공화국의 주석이다. 당-군-국가 3대 권력을 모두 손에 넣은 중국 정치 권력의 정점에 서있는 사람이다. 아버지 시중쉰은 중국 건국에 공을 세운 공산당 핵심 인물이었지만 1962년 반당 집단으로 몰려 숙청되었고 후에 복권되지만 이 때 시진핑 또한 하방(下枋)되어 사회 하층 생활을 경험하게 되었다. 공산당 입당 이후 2002년 저장성 당서기와, 상하이시 당서기를 거쳐 2007년에 중앙정치국위원회 상무위원으로 활동하였다. 집권 이후 반부패 개혁과 당쇄신, 기득권층 개혁 등을 추진하고 있다. 의법치국(依法治國)을 내세우고 있으며 경제적으로 내수

진작과 균형 발전을 도모하고 있다.

- 리커창(李克强, 1955년생): 중국 국무원 총리. 공청단<sup>1</sup> 계열로 후진타오의 총애를 받고 있는 것으로 알려져 있다. 1976년 10월 중국 공산당에 입당했으며 1994년 북경 대학에서 경제학 박사 학위를 받았다. 1999년 당시 나이 43세로 허난 성 성장이 되었으며 이는 그 당시 최연소 기록이었다. 2004년 라이닝 성의 당서기로 재임하면서 동북 진흥 사업을 펼쳤으며 성과를 인정받아 2007년 중앙정치국 상무위원이 되었으며 2012년 총리에 올라 중국 경제 정책을 총지휘하고 있다. 상대적으로 경기 성장을 중요시하고 있으며 최근 중국 금융 시장의 불안에 따라 리더십에 상처를 입었으며 정치적 수세에 몰렸다는 평가가 있다.
- 저우샤오촨(周小川, 1948년생): 중국 인민은행 총재. 1985년 칭화 대학 공학부에서 박사 학위를 받았다. 2002년부터 중국 인민은행 총재를 역임하였으며 인민은행 설립 이후 가장 오래 총재를 역임하고 있는 인물이다.
- 러우지웨이(樓繼偉, 1950년생): 중국 재정부 부장(우리 나라 기획재정부 장관급). 국유기업 개혁, 금융의 부실채권 정리, 정부업무 효율화에 상당한 성과를 올린 주룽지(朱鎔基) 전 총리 밑에서 1998년~2007년 재정부 부부장을 지냈다. 중국투자공사(CIC) 창립 이후 재정부 부장으로 발탁되기 전까지 회장직을 수행하였다. 1982년 칭화 대학 공학원을 졸업하였으며 이후 사회과학원에서 계량 경제학을 공부하였다.

### 2.3. 중국 의사 결정 기구

공산당의 주요 정책은 총서기와 상무위원회가 정책을 제안하고 이것이 중앙위원회나 전국대표대회에서 비준을 받으면 공식적인 정책으로 채택되는 과정을 거친다. 전국대표대회는 중국 공산당의 최고 결정기관으로 5년에 한 번씩 중앙위원회에 의해 소집된다. 5년간을 한 기로 정하고 현재는 18기이다. 전국 대표회의 참가자들은 중앙위원회, 중앙기율검사위원회의 보고를 받고, 심의하며 당헌을 개정하고 중앙위원회, 중앙기율검사위원회 위원을 선출한다. 9,000만 명의 공산당원 중 지역별로 뽑힌

<sup>1</sup> 1) 태자당 : 중국 공산당 원로들의 자제들, 시진핑 주석도 태자당으로 분류됨

2) 상하이방 : 장쩌민 주석이 실세가 되며 상하이 출신들이 중앙정치로 들어오는데 그 때 기득권을 잡은 계파.

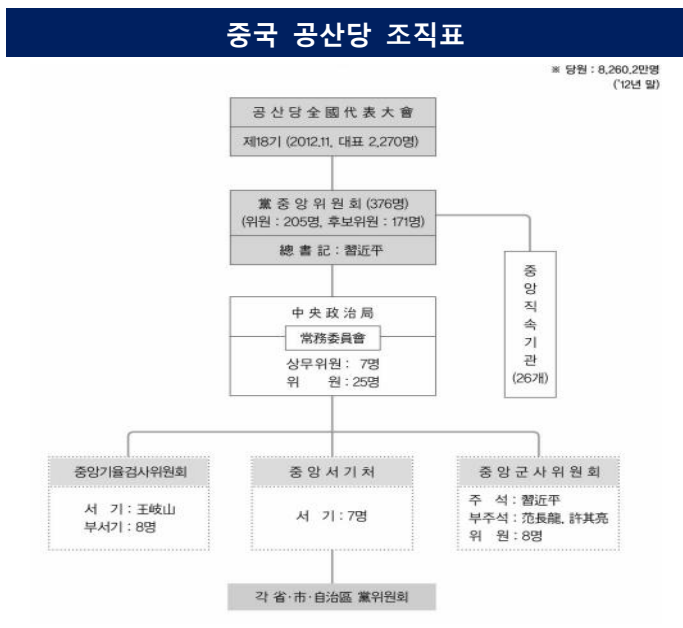
3) 공청단파 : 공산주의 청년단이라는 청년모임 출신

그러나 이 구분이 상당히 유연하게 해석되며 구체적이거나 절대적이지 않음. 보시라이 전 충칭시 시장은 태자당이었으나 시진핑 정부에서 그의 비위 행위에 대해 무기징역 선고를 받고 복역중.

2000~3000명의 대표들이 모여 투표를 진행한다. 여기서 약 200여명의 중앙 위원회 위원을 선출하고 그 중 25명의 중앙 정치국 위원이 선출된다. 중앙 정치국 위원 중 7명의 상무 위원이 되며 이들이 중국 정치의 핵심이다. 그 중 총 서기 1명이 공산당의 정점에 선다. 현재 시진핑이 중앙위원회 총서기(당대표)와 중앙군사위원회 주석(군대표), 국가 주석(국가 대표)을 모두 역임하고 있다.

중앙 위원회는 매년 한 두 차례의 전체 회의를 소집한다. 공산당 중앙위원회 전체회의(중전회)라 불리는 이 회의는 보통 매 기 지도부에서 총 7번 개최한다. 1중전회는 당 간부에 대한 인선을 의결하고 2중전회는 국가 주석과 총리에 대한 의결을 한다. 3중전회는 지도부가 임기 내 시행할 주요 정책을 결정한다. 과거 3중전회에서 주요 경제 정책들이 발표된 경우가 많았는데 11기 3중전회(1978)에서는 개혁 개방 노선이 천명되었고 15차 3중전회(1998)에서는 WTO 가입이 결정되었다. 5중전회에서는 향후 5개년 계획과 고위직 인사 등이 결정된다.

도표2



출처 : 외교부

시기	이벤트	비고
2012년 11월	18기 1중전회	총서기와 상무위원, 정치국의원 등 당 지도부 구성
2013년 2월	18기 2중전회	정부기구 통폐합과 같은 행정조직개혁
2013년 11월	18기 3중전회	장기 경제개혁 플랜 등 발표
2014년 11월	18기 4중전회	반부패 시스템 구축 등 의법치국으로 법치를 강화하는 다양한 정책 발표
2015년 10월	18기 5중전회	13차 5개년 계획과 관련된 정책 방향과 고위직 인사 결정 등
2016년 봄	제 13차 5개년 계획 결정	2016~2020년 경제정책 결정
2016년 10월	18기 6중전회	사회/문화개혁 방안 및 19차 당대회 개최 관련 논의
2017년 11월	18기 7중전회	지난 5년간의 당 성과 평가, 19차 1중전회 준비
2017년 가을	제 19차 전국대표회의	시진핑의 당 총서기 제 2기 출범 (차세대 지도부 윤곽)

18기 중전회 목록, 출처 : 하나금융투자

공산당 내에서는 지도부간 지속적인 토론과 상호 견제를 통해 정책 구성에 있어 균형을 잡고 있다. 문화 대혁명을 겪으면서 중국은 1인 독재의 위험성을 인지했고 이를 견제할 장치들을 꾸준히 개발해왔다. 주석의 임기는 10년으로 제한되어 있고 그조차도 후반 5년은 차기 지도부와 함께 정책을 진행한다. 지도부간 토론이 활발하며 항상 외부 인사와의 의사소통에 신경 쓰고 있어 중요한 정책에 있어 전문가들의 의견을 폭넓게 수용하려는 태도를 견지하고 있다.

공산당 입당 후 중국의 정책을 좌지우지할 중앙간부가 될 확률은 14,000분의 1이며 최소



23년이 걸린다고 한다. 시진핑 주석 또한 공산당 입당 이후 국가 주석의 자리에 오르기까지 40년이 걸렸고 그 동안 거친 직책은 16개에 달한다. 공산당의 지도부는 오랜 기간 동안 그 능력이 검증된 사람들 위주로 구성되고 그들에 의해 결정된 사회 정책은 공산당내 집행 기구에 의해 신속하게 집행된다. 이는 대한민국의 초기 발전 모델과도 일맥 상통하는 바로 빠른 산업화 달성이라는 결과를 얻을 수 있게 한 원동력이었다. 리처드 맥그리거의 다음과 같은 언급은 독재라는 이미지에 가려진 중국 공산당을 바라보는 새로운 시각을 제공한다.

“중국의 지도자는 모두 인구 1,000만의 도시를 통치한 경험이 있습니다. 그리고 중앙 부서에 가서 또 다른 경험을 쌓습니다. 중국의 톱 지도자가 될 때는 이미 상당히 강하고, 잘 훈련되어 있고, 시스템이 어떻게 돌아가는지 매우 잘 압니다. 중국의 지도자 중 바보는 없습니다.”

- 리처드 맥그리거, 파이낸셜 타임즈

## 2.4. 최근 정책 방향성

2013년 11월에 있었던 18기 3중전회 결정 사항은 집권부의 경제 발전 계획을 집대성한 것이고 이는 최소 2020년까지 안정적으로 추진되어 나갈 것으로 예상된다. 따라서 3중전회 내용을 아는 것이 중국 경제 정책에 대해 알아가는 출발점이다.

다음 표는 18기 3중전회 주요 발표 내용이다. 중국 정부는 3중전회를 통해 1) 시장 경제 시스템 발전, 2) 개방 확대, 3) 정부 및 국유기업 개혁 등을 주요 과제로 명시했다.

도표3

경제 사회	- 공유제 위주 하에 비공유제 발전 강조, - 농민의 재산권 보호 제도 개선
	- 국유기업에 대한 현대기업제도 도입, - 시장의 가격결정 체계 개선
정치 국방	- 도시와 농촌의 통일된 토지시장 건립, - 금융시장 체계 개선
	- 세수제도 개선, - 자유무역지역 건설 가속화, - 내륙 개방 확대
정치 국방	- 국가안전위원회 신설, - 인민대표제도 및 다당제 정치협상 제도 개선
	- 정부 직능 전환, 행정 체제 개혁 심화, - 반부패, 청렴정치 제도 혁신
정치 국방	- 군대 체제, 편제 조정 및 개혁, - 재판권, 검찰권 독립
	- 개혁 목표 달성을 위한 테스크포스 구성

출처 : KB금융지주

3중전회 이후 2년이 지난 현재 과제 간 진행 속도는 차이를 보이고 있다. 금융 시장 체계 개선은 상당한 진전을 이룬 것으로 평가되는 반면 농촌의 발전과 농민의 처우 개선은 진척을 보이지 못하고 있다. 반부패 개혁은 시진핑 주석이 강하게 추진하면서 상당한



개선을 보이고 있는 반면, 국유 기업 개혁은 부진하게 되면서 중국 경제 위험 요소 중 하나로 평가 받고 있다.

최근 개최되었던 전국인민대표대회 총리 업무 보고서(도표 4)를 보면 보다 구체적인 정책 방향성을 확인할 수 있다. 성장 목표치는 2015년보다 낮아지고 투자와 소비 증가율의 목표도 2015년보다 낮아졌다. 중국 정책 당국자도 어느 정도 중속(中速) 성장을 인정하고 목표치를 현실화하려는 노력이 있었음이 엿보인다. 또한 성장률 목표를 범위(6.5%~7%)로 지정하면서 공급 측 개혁을 추진하는 과정에서 유연성을 확보하고자 했다. 그럼에도 불구하고 중국 정부가 성장의 중요성을 잊은 것은 아니다. 앞으로도 완화적 통화 정책(M2 성장률 13%)과 확장적 재정 정책(재정 적자 비율 확대)이 있을 예정이다. GDP 성장률 하단을 6.5%로 낮춘 대신 2020년까지 이 하단선을 지지하기 위해서 상당히 강력한 정책적 지원이 있을 것으로 예상된다. 5월 공산당 공식 언론인 인민망을 통해 발표된 정부 당국자(Authority)의 “L자형” 성장 발언은 일견 공급측 개혁을 강조하는 이야기로 해석될 수 있으나 동시에 경제 성장의 하방을 지지하겠다는 의지의 천명으로 해석될 수 있다.

**도표4**

- |                                    |  |
|------------------------------------|--|
| - GDP 성장률 6.5~7% 달성 (2015년 7% 안팎), | - 도시 지역 신규 취업자수 1,000만 명 이상                  |
| - 재정 적자 비율 3% (2015년 2.3%),        | - 광의통화(M2) 예상 성장률 약 13% (2015년 12%)          |
| - GDP당 에너지 소모 3.4% 감소,             | - 1,000만 명 이상 농촌 빈곤층 빈곤 해소                   |
| - 소비자 물가 지수 증가율 약 3%,              | - 투자(10.5%), 소비(11%) (2015년 투자 15%, 소비 13%). |

출처 : KOTRA

성장 못지않게 경제 개혁 또한 중국이 달성해야 할 중요한 과제이다. 성장률이 떨어지면서 개혁의 중요성은 점점 더 강조되고 있다. 2016년 3월 13차 전국인민대표회의에서도 공급측 개혁이 강조되며 5대 중점 과제가 제시되었다. 1) 과잉생산능력 축소, 2) 부동산 재고 감소, 3) 디레버리지/금융리스크 예방, 4) 기업 비용 절감, 5) 서비스 등 취약부분 개선이 그 골자이다. 공급측 개혁의 절박함을 이해한다는 것은 중국 경제가 당면한 문제를 이해한다는 것이다.

성장과 공급 개혁이라는 모순되는 목표를 동시에 추진하는 과정에서 중국 정부는 유연한 대응을 할 것으로 예상된다. 아직 개혁과 성장 사이에서 확실한 우선순위가 지도부 내 정해진 바 없는 것으로 보인다. 시진핑은 개혁을 좀 더 강조하고 있으며 반대로 리커창은 성장을 더 강조하고 있는 것으로 알려져 있다. 지도부층의 이견 표출은 때때로 공산당의 경제 정책이 혼란스러운 모습을 보이는 이유이기도 하다. 앞으로도 정책 집행의 혼선은 어느 정도 있을 것이다. 공급 개혁을 강조되고 얼마 지나지 않아 경기 부양이 강조되기도 할 것이다. 그러나 이는 정책 실패를 자인하는 것이 아니라 두 가지고 목표를 동시에 추구해야 하는 중국 경제의 어려운 현실에 따른 어쩔 수 없는 결과이다. 다행인 점은 공산당의 중앙집권적 정치적 안정성은 정책 실행의 기민한 움직임을 담보한다는 것이다.

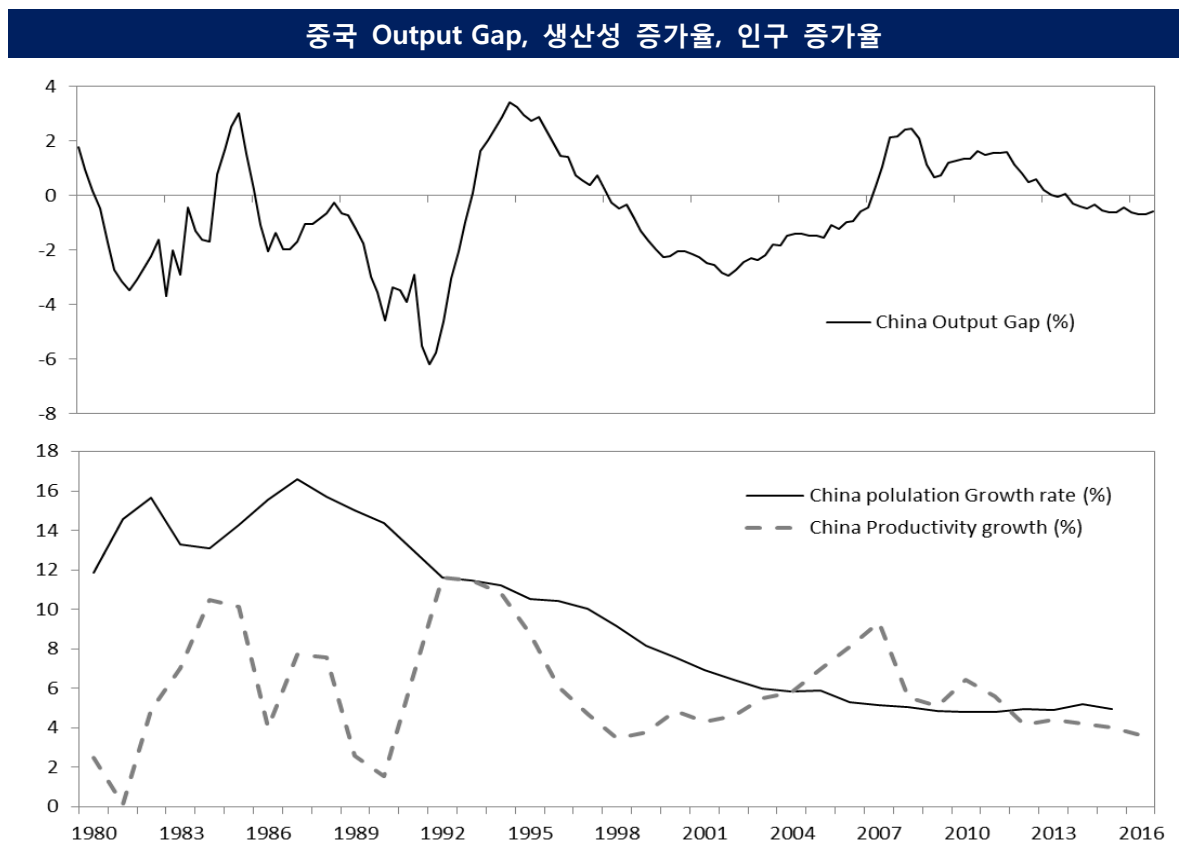
### 3. 중국 경제 개황

#### 3.1. 1990년대 말 개혁, 그리고 위기의 재현

금융 위기 이후 중국의 잠재 성장률 하락은 뚜렷하다. 아래 도표에서 확인할 수 있듯이 인구 성장률은 감소 추세를 보이고 있고 생산성 증가율 또한 하락하고 있기 때문이다. 중국이 최근 실제로 달성한 성장률은 잠재 성장률에도 미치지 못하고 있어 성장에 대한 우려를 키우고 있다.

비슷한 상황을 중국은 1990년대 말에도 겪었다. 당시에 하락하는 인구 성장률과 생산성 증가율로 잠재 성장률은 하락세를 나타냈고 실제 성장률은 추세에 미치지 못했다. 1994년부터 본격적으로 나타났던 경기 둔화는 몇 년간 지속되었고 당시에 지금과 같이 중국 경제에 대해 긍정적으로 전망하는 사람은 별로 없었다.

도표5



출처 : Oxford economics, National Bureau of Statistics of China, Output Gap 2014년 부터는 추정치, 생산성 2016년은 추정치

당시 몇 가지 개혁이 상황을 반전시키기 위해 시도되었고 결과는 성공적이었다. 먼저 1) 정부 개혁을 통해 많은 정부 기관들이 통폐합되었다. 이에 따라 정부의 비효율이 많은 부분 개선되었다. 2) 국유기업 (State-Owned Enterprise, SOE) 개혁에도 착수했다. 많은 수가 해고되는 등의 강도 높은 개혁이 진행되었다. 당시 주룽지 총리는 Debt-to-equity swap 등의 방법들을 통해서 부채를 정리하여 국유기업 재화의 기초를 다졌다. 방만 경영이 정리되면서 국유기업의 생산성을 높이는 계기가 되었다. 3) 중국의 WTO 가입도 경제 체질 개선에 중요한 역할을 하였다. WTO 가입으로 중국 기업들이 국제적 경쟁 상황에 노출되면서 자체적으로 생산성 개선 노력을 할 수밖에 없게 되었다. 정부 정책의 투명성도 개선되면서 투자 환경에 긍정적으로 작용하였다. 4) 마지막으로 본격적인 도시화로 인구의 도시 유입 증가도 전반적인 생산성 향상에 기여하였다.

일련의 개혁은 중국의 생산성 증가율을 빠르게 개선시켰고 이는 잠재성장률 향상이라는 결과를 낳았다. 개혁이 진행되는 동안 감소했던 Output gap은 개혁 마무리 이후 본격적으로 개선되기 시작하면서 2000년대 중반에 중국의 경제는 추세보다 최대 2% 빠르게 성장한 것으로 추정되고 있다. 1990년대 말 이루어졌던 경제 개혁은 비록 당시에는 성장을 저해하는 요소였지만, 이후 2000년대 경제 황금기의 토대가 되었음을 부정하기 힘들다.

2010년 이후 중국은 다시 경제 성장률 하락을 경험하게 되었다. 과거 승리의 경험은 다시 개혁을 통한 체질 개선을 요구하고 있다. 그러나 중국 경제의 상황이 많이 달라져 있어 당시와 같은 전체적 개혁을 힘들게 한다. 1990년대 후반 대비 중국의 GDP는 8배 가까이 성장한 동시에 중국의 부채는 그보다 더 많이 증가하였다. 1999년 당시 GDP 대비 140% 수준이었던 중국의 총 부채는 2014년 GDP 대비 240%로 증가하였다. 이는 개혁 추진의 장애물로 작용하고 있다. 금융 위기 이후 전세계 성장 엔진으로 역할을 하면서 국제 경제에서 중국의 중요성은 크게 상승하였다. 90년대 겪었던 중국의 경제 위기는 파급력이 국내에만 한정되었지만 이제 중국의 위기는 전세계 경제의 위기로 쉽게 전이된다. 글로벌 경기 훼손은 다시 중국 경제의 악영향으로 다가와 개혁을 진행하기 힘들게 한다. 사회적으로는 인민들의 소득 수준과 교육 수준이 향상되면서 정부에 대한 기대 수준이 높아짐과 동시에 빈부 격차 확대 등으로 사회적 불만 또한 축적되어 있다. 이러한 상황에서 강도 높은 개혁은 인민의 저항을 불러올 가능성이 있다. 공산당 입장에서는 피하고 싶은 시나리오다.

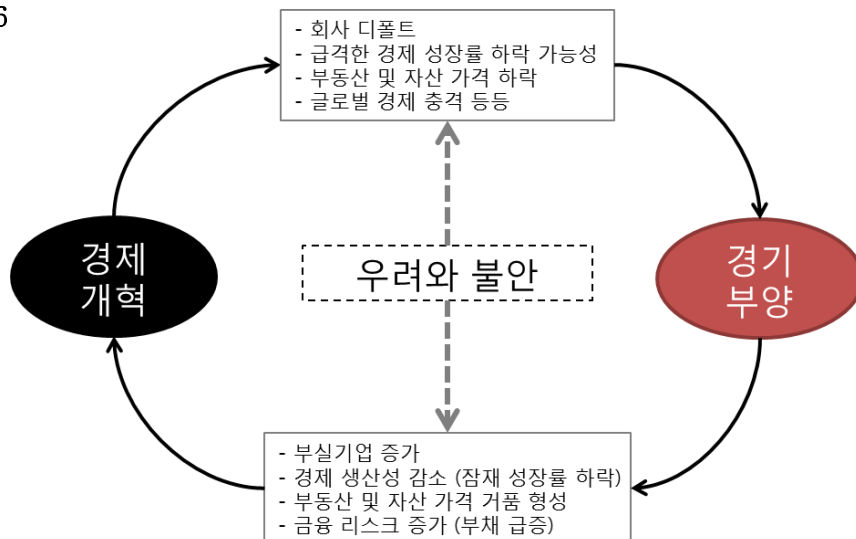
이처럼 과거에 비해 리스크 요소가 증폭되어 있고 잘못된 정책으로 인한 충격은 치명적이 될 수 있기에 과감한 개혁을 추진하기 어려운 상황이다. 정책 조정의 실패로 2015년 중반 이후 중국 및 국제 금융 시장에서 나타났던 일련의 발작들은 경제 정책 집행의 어려움을 잘 보여주고 있다. 그럼에도 불구하고 개혁을 늦춘다면 생산성 향상을 기대하기 어렵고 장기적으로 위기는 계속될 것이다.

### 3.2. 중국 경제 정책 Feedback loop

중국의 정책 당국이 직면한 사면초가와 같은 상황은 아래의 피드백 순환(Feedback loop)으로 표현할 수 있다. 경제 개혁을 추진하게 되면 국내 부채의 디폴트 증가, 급격한 경제 성장률 하락, 부동산 및 자산 가격 하락, 글로벌 금융 및 경제 충격 등 경제에 다양한 부정적 반응이 나타나게 된다. 어느 정도의 충격은 정부가 관리할 수 있지만 정부는 성장률 목표를 달성해야 하고, 위기가 견잡을 수 없이 커지게 될 위험이 존재하기에 개혁을 과감하게 추진하기 어렵다.

따라서 경기 둔화 위험이 커지면 정책 당국은 경기 부양에 나설 수밖에 없게 된다. 그러나 이 또한 부실 기업 정리 지연, 경제 생산성 감소, 부동산 및 자산 가격 거품 형성, 금융 리스크 증가 등 경제의 내재적 리스크를 키우는 결과를 가져온다. 2016년 3월 정부가 완화적 태도를 취했을 때 대출이 급격하게 증가하고 1선 도시의 주택 가격이 급등하면서 거품 우려를 낳았던 것과 같다.

도표6



정부가 어떤 태도를 취하든 외부의 우려와 불안은 그치지 않을 것이다. 또한 이는 국내외 경제 주체들의 심리에 악영향을 미치면서 정책의 효과를 감소시킨다. 이러한 피드백 순환을 끊어내기 위해서는 1) 국내 유효 수요 증가, 2) 생산성 향상, 3) 국외 유효 수요 증가 등의 수단을 강구할 수 있다. 그러나 단기간 내 뚜렷한 성과를 달성하기는 힘들 것으로 보이며 당분간 중국 정부의 정책 반응은 피드백 순환 내 존재하며 경제 전반의 충격을 최소화하는 방향으로 기민하게 변화할 것으로 예상된다.

정책 기조가 피드백 순환 내 어디에 있는지 파악하는 것은 단기적으로 중국 경제 상황을 진단하는 데 핵심적인 역할을 할 것이다. 2016년을 기준으로 보자면 2~3월은 경기 부양 측에, 4~5월은 경제 개혁 측에 방점이 있었다고 판단된다.

## 4. 경제 주요 이슈 - 성장, 과잉 설비, 부채

### 4.1. 과거 고성장의 추억

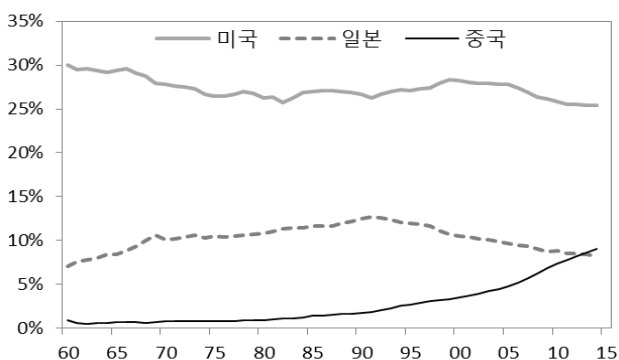
중국의 고 성장에 사람들은 어느새 익숙해져 있다. 그러나 놀랍게도 2000년대 초반에 중국의 성장 스토리를 믿었던 사람들은 많지 않았다. IMF와 같은 국제적인 기관에서도 중국 성장률 예측치를 몇 년에 걸쳐 지속적으로 상향 개정해야 할 정도로 중국에 대한 기대치는 낮았다. 중국의 성장률은 지속적으로 세계를 놀라게 했고 점차 중국 경제 성장에 대한 사람들의 기대치는 높아져 갔다. 최근 7% 내외로 성장률 하락이 나타나면서 기대치를 충족시키지 못하게 되었고, 실망감은 중국 경기에 대한 비관론으로 쉽게 확산되었다. 경기의 경착륙 우려는 사실 높아진 기대치에 따른 반작용이다.

그러나 앞으로 중국의 성장률이 4%~5%에 머무른다고 해서 놀랄 일은 아니다. 1960년대 일본은 지금의 중국과 같은 고속 성장을 하면서 빠르게 경제 규모를 키워나갔었다. 그러나 일본의 실질 GDP가 전세계 GDP의 10%를 넘는 수준에 도달하자 연간 10%에 가까웠던 일본의 실질 GDP 성장률은 5% 내외로 하락하게 되었다. 그럼에도 불구하고 전세계 GDP에서 일본이 차지하는 비중은 1990년대 초까지 꾸준히 상승해 나갔다. 주택 버블 충격이나 경제 불황, 잃어버린 20년 등은 중속 성장이 이루어진 한 참 후에나 나타났다.

지금 중국이 전세계에서 차지하는 실질 GDP 비중은 일본의 1960년대 수준이다. 과거 일본의 사례를 살펴볼 때 중국 경제 성장률의 전반적인 하락도 자연스러운 것으로 보인다. 2000년대에 보였던 10% 가까운 성장에서 5% 내외의 중속 성장 시대로 중국은 적응 중에 있다. 시진핑의 신창타이(新常态)는 이러한 맥락에서 나온 말이다. 그러나 곧 이것이 중국 경제의 실패나 몰락을 의미하는 것은 아니다. 중국이 매년 6% 성장하고 미국이 매년 2.5% 성장한다고 가정하면 2034년에는 중국의 실질 GDP가 미국을 앞지른다는 계산이 나온다. 현재 중국의 경제 규모를 고려했을 때 5% 내외의 성장은 절대 낮은 수준이 아니다.

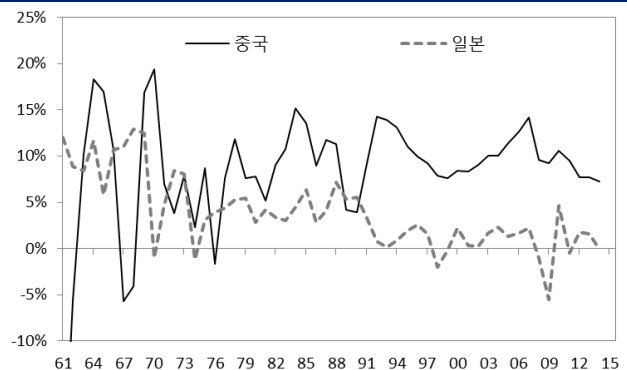
도표7

전세계 실질 GDP 대비 각국 실질 GDP 비율



출처 : World Bank

실질 GDP 성장률 YoY%



출처 : World Bank

#### 4.2. 성장 전략 변화의 필요성

그러나 중국을 향한 부정적 전망은 단지 이런 자연스럽고 점진적인 성장률 하락만을 우려하는 것이 아니다. 그것은 급격한 성장률 하락이나 경기 후퇴에 따른 경제 혼란을 예상한다. 그 논리의 저변에는 과거 성장의 원천이 쇠퇴하고 있는 상황에서 새로운 성장 동력을 확신하기 어렵다는 상황의 직시가 있다.

지금까지 중국의 성장 방식은 상대적으로 쉬운 것이었다. 풍부한 국내 노동력과 수요에 자본을 투입하면서 막대한 생산력 증가를 누릴 수 있었기 때문이다. 2000년대 중국의 GDP 대비 투자의 비중은 지속적으로 높아지면서 50% 가까운 수준까지 상승했다. 그러나 2010년 이후 이 비율은 낮아지기 시작했고 중국 GDP 성장률도 하락세를 지속하고 있다. 이는 중국 경제가 더 이상 자본의 투자만으로 성장을 구가할 수 있는 경제 구조가 아님을 방증한다.

도표8

중국 GDP 성장률



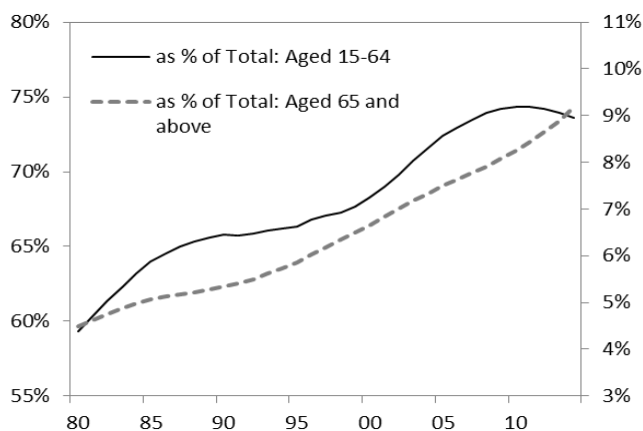
출처 : National Bureau of Statistics of China

GDP 내 투자 비중의 감소



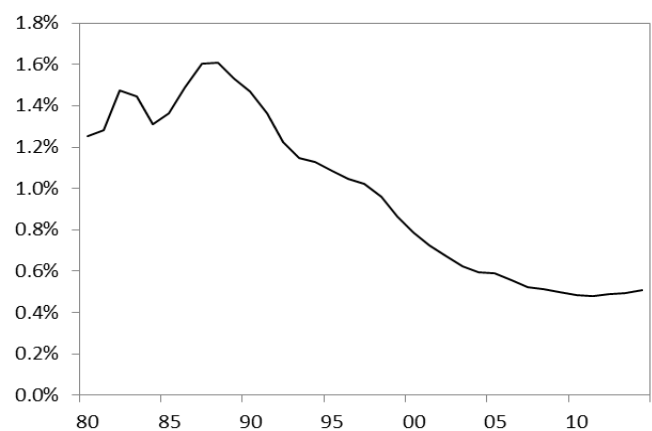
출처 : IMF

중국 노동가능 인구 비율이 감소



출처 : OECD,

인구 성장률도 낮은 수준



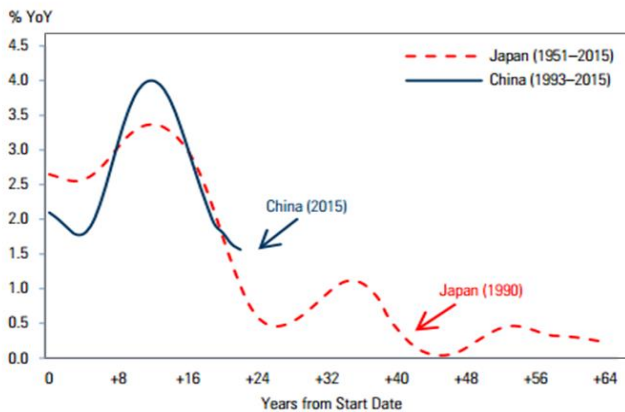
출처 : OECD,

2000년대에는 노동가능 인구 비율도 크게 증가했었다 (67% -> 74%). 그러나 최근에는 노동 가능 인구 비율 감소가 관찰되고 있고 인구 성장률도 낮은 수준에 불과하여 막대한 인구를 통한 성장 방식도 동력을 잃어버린 셈이다.

따라서 중국은 지금까지와는 다른 새로운 방식의 성장 모델을 통해 생산성 향상을 추구해야 한다. 아래 도표9와 같이 중국의 총 요소 생산성 증가율은 감소세를 거듭하고 있다. 공교롭게도 이 또한 일본이 1960년대 겪었던 모습과 비슷하다. 요소 생산성은 장비 투자율과 상관관계가 높는데 중국의 장비 투자율은 2009년 이후 감소세를 보이고 있으며 이는 앞으로 중국의 생산성 반등이 쉽지 않을 것임을 보여주고 있다.

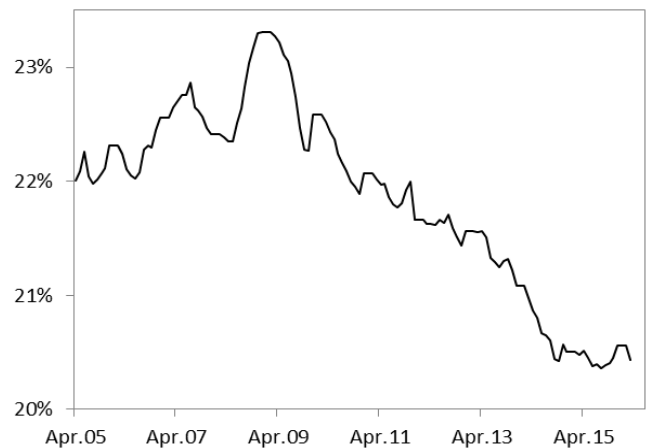
도표9

총 요소 생산성 증가율 감소



출처 : Goldman Sachs. Conference board, Penn World Trade

중국 전체 투자 대비 장비 투자율 감소



출처 : National Bureau of Statistics of China

이러한 이유로 중국 재정 부장 러우지웨이는 중국이 중진국 함정에 빠질 확률이 상당하다고 설파한다. 그는 지금 당장 개혁을 하지 않으면 단기간 내 중국 경제는 힘을 잃을 것이라 진단하고 있다. 성장률 하락에 대한 공산당 지도부의 현실 인식은 이처럼 엄중하다.

"우리가 우리의 경제를 개혁하는데 노력한다면, 중장기 성장률 6.5%에서 7% 사이를 달성할 수 있을 것입니다. 그러나 이는 상당히 낙관적인 목표로 도달하기 위해서는 열심히 노력해야 합니다. 다른 가능성으로는 우리가 소위 말하는 "중진국 함정"에 빠질 수 있다는 것입니다. 제 생각에는 향후 10년 안에 중국이 이 함정에 빠질 확률은 상당히 높다고 봅니다. 대략 50% 정도의 확률로 봅니다. ... 그러나 우리는 우리가 부자가 되기 전에 너무 늙어버릴 가능성이 큼니다. 오직 5~10년 정도 기회가 남아 있을 뿐입니다."

- 러우지웨이, 중국 재정부장, 2015년 하반기 연설 중



#### 4.3. 과잉 투자 vs 투자 부족

생산성을 높이지 못한 경제에서 지속적으로 높은 투자가 유지된다면 비생산적인 부분이 비대해지는 결과를 얻게 된다. 과거 중국의 성장을 이끌었던 철강, 석탄, 시멘트, 비철금속 등 구경제(Old economy) 산업이 지금은 과잉 설비 문제로 고심하고 있는 것은 바로 이 때문이다. 지나치게 많은 자본이 투입되면서 무차별한 설비 증설이 이루어지게 되었고 이로 인한 가격 하락으로 산업 내 대다수 기업들이 이윤을 내지 못하고 도산 위기에 몰리게 되었다.

시장 주도의 경제에서는 이런 경우 한계 기업들이 도산하고 새로운 균형을 찾아가는 과정이 일반적이다. 그러나 중국은 정부의 개입으로 시장 균형으로의 회귀를 달성하지 못했다. 따라서 정리되어야 할 기업이 정리되지 못하고 잠재적 리스크가 커져 버렸다. 구체적으로 위에서 언급한 분야의 과잉 설비 상황을 보자. 정상적인 설비 이용률은 79%~83% 수준이라는 점을 고려했을 때 철강과 석탄 분야의 설비 과잉은 심각한 수준이다.

도표10

산업	총생산설비	총생산량	설비이용률
철강	12억톤	8.04억톤	66.99%
석탄	57억톤	36.95억톤	64.82%
시멘트	18.1억톤	13.35억톤	73.76%
평판유리	10.87 중량상자	7.39억중량상자	67.99%
전행알루미늄	3,900만 톤	3,141.3만톤	80.55%

출처 : 중국 언론, KB투자증권

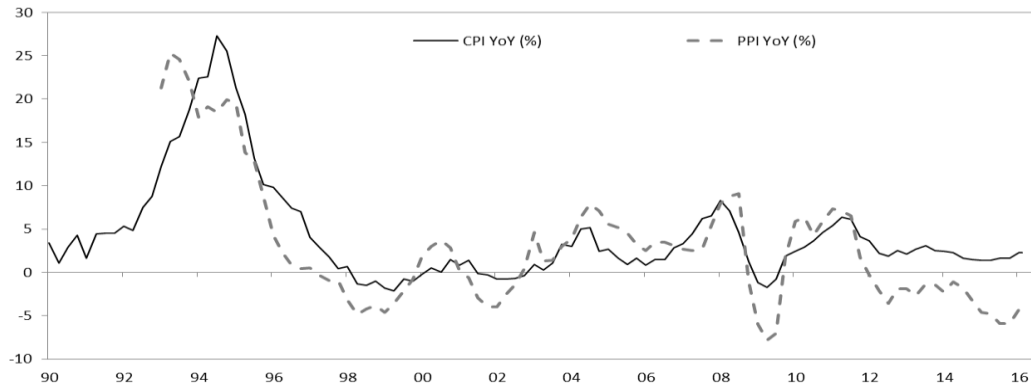
설비 과잉은 국내의 디플레이션 압력을 현실화시킨다. 중국은 전세계에 디플레이션을 수출하는 범인으로 지목되고 있다. 실제 국내 생산자물가지수(PPI)는 한 때 전년 대비 -6% 가까이 기록하면서 국내 산업재 과잉 공급의 심각함을 드러냈었다. 소비자물가지수(CPI) 또한 지속적으로 낮아지면서 한 때 1% 초반 대를 기록하며 경제 전반의 디플레이션 우려를 낳았다. 부채 수준이 높은 중국에서 디플레이션은 치명적인 결과를 초래할 위험이 있다.

2015년까지 중국 디플레이션은 현실적인 위협이었다. 그러나 최근 중국 내 투자자들 사이에서는 인플레이션 압력에 집중하며 디플레이션은 철 지난 이야기로 치부하는 의견이 증가하고 있다. 인플레이션에 주목하는 측의 대부분은 2016년 초 반등한 원자재 가격과 부동산 가격에 주목하고 있다. 또한 2015년의 기저 효과가 반영되면서 앞으로 인플레이션 압력이 나타날 것으로 예측하고 있다.

골드만삭스 또한 최근 CPI가 전년 대비 2.3% 증가한 것으로 발표된 것에 대해 이는 CPI 구성 종목 변경에 따른 효과가 반영된 것으로 예전과 같은 구성 종목을 기준으로 하면 2.9% 상승한 것으로 상당한 인플레이션 압력이 이미 나타나고 있다고 경고하고 있다.

도표11

CPI (%) 와 PPI (%) 반등 모습



출처 : National Bureau of Statistics of China

그러나 중국 내 과잉 설비 문제와 성장률 하락이 해소되지 않은 상황에서 인플레이션 압력을 우려하는 것은 약간 시기상조로 판단된다. 아직 중국은 디플레이션 위협에서 자유롭지 못한 상황이고 이는 생산에 있어 과잉 설비 문제와 연결되어 있다.

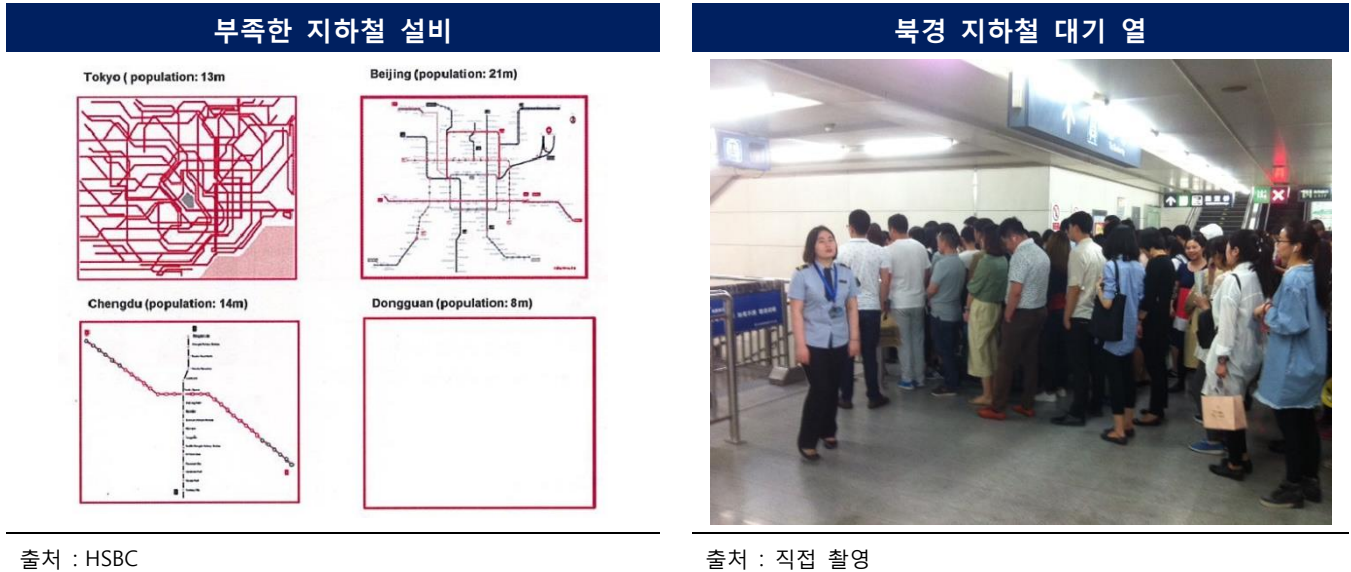
정부는 더 이상 과잉 설비 문제를 좌시하지 않겠다는 의지를 드러내고 있다. 최근 정부는 철강과 석탄 등 과잉 산업에 대해서 생산량을 감축시키려고 노력하고 있으며 이를 되도록 시장 메커니즘에 따라 달성하기를 원하고 있다. 과잉 설비 분야에 대한 신규 증설과 추가 대출을 엄격히 통제하고 있으며 한계 기업에 대출 축소 등을 통해 시장에서 도태되도록 유도하고 있다.

2015년 12월 경제공작회의와 2016년 3월 전국인민대표대회에서 공급 개혁은 핵심 과제로 언급되었다. 최근 발표된 문건에 따르면 철강 산업의 경우 향후 5년간 조강 생산설비를 약 1~1.5억톤 축소한다는 계획이다. 석탄 산업의 경우 향후 3~5년간 생산 설비를 5억톤 축소할 계획이다. 탄광 평균 가동일수도 연 330일에서 276일로 축소시켰다. 향후 중국 정부의 설비 과잉 규제는 지속될 것이며 이에 따라 경기의 단기적 수축 위험을 피하기는 어렵겠지만 설비 감축은 피할 수 없는 과정이다.

그러나 중국 경제의 모든 부분이 설비 과잉 문제를 겪고 있는 것은 아니다. 여러 분야에서 중국은 아직 투자가 부족한 국가이다. 특히 서비스 설비와 소비 관련 투자는 부진한 상황이다. 서울이나 도쿄보다 많은 인구가 거주하고 있는 청두(成都)의 경우 지하철 3개 노선만 운행 중에 있다. 북경의 지하철 역시 인구에 비해 부족한 상황으로 다음 도표의 사진과 같이 출퇴근 시간에는 혼잡한 모습을 어렵지 않게 관찰할 수 있다.

이처럼 한쪽에서는 투자 과잉을 이야기하지만 다른 쪽에서는 여전히 많은 투자를 요구하고 있다. 중국 과잉 설비의 문제는 단순히 투자 과다 문제가 아니라 투자 부분의 적절성 문제이며 자원의 효율적 배분 문제이다. 이는 곧 생산성을 높일 수 있는 여지가 많음을 의미한다.

도표 12



#### 4.4. 부채 경고음에 대한 평가

중국의 부채 수준은 GDP 대비 약 250%에 이른다. 다른 선진 국가와 비교해서도 높은 수준이고 부채의 증가 속도 또한 빨라 위기감을 조성한다. 중국의 부채 수준은 2009 년 이후 급증하였다. 금융 위기를 극복하는 과정에서 신용 팽창을 통한 해결책을 추구했기 때문이다. 다행히 중국의 성장률이 전년 대비 10% 수준으로 빠르게 회복되었고 이런 높은 성장률에서 부채의 증가는 그다지 문제가 되지 않았다. 그러나 성장률이 둔화되며 효과적인 디레버리징을 달성하기 어려워지면서 부채의 급증이 다시 경제의 리스크로 주목되었다.

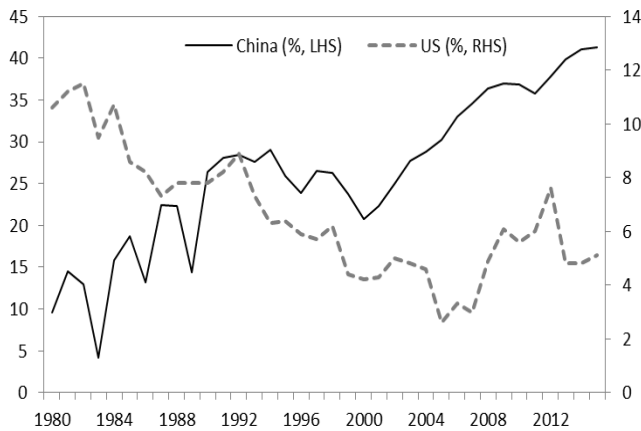
“중국은 신용 팽창에 의해 지지되던 과거 금융 위기 전 미국의 모습과 닮아 있습니다. 은행이 공급하는 대부분의 돈이 악성 부채와 부실 기업을 유지하는 데 사용되고 있습니다. ... 위기는 1~2년 뒤로 미뤄질 수 있지만 부채 문제는 중국 내부에서 기하급수적으로 증가하고 있습니다.”

- 조지 소로스

물론 조지 소로스의 우려대로 중국의 부채 문제를 간단히 넘길 수는 없다. 중국 내 부채 규모는 기하급수적으로 증가하고 있고 그 규모도 크다. 그의 말대로 악성 부채와 부실 기업 유지를 위해 많은 자원 낭비가 일어나고 있다. 만약 현재의 상황이 지속된다면 어느 순간 부채 문제는 건잡을 수 없이 커져 경제 전체를 망가뜨릴 수 있다. 그러나 최근 중국 부채에 대한 경고는 다소 과장되어 있으며 다음과 같은 이유로 단기간에 현실화되기는 어려울 것으로 판단된다.

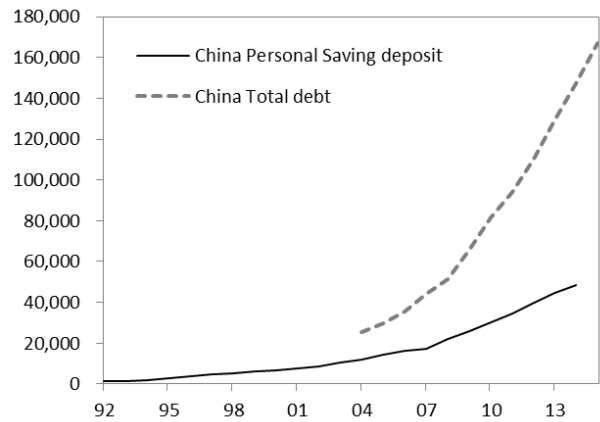
도표 13

가처분 소득 대비 저축률 (%)



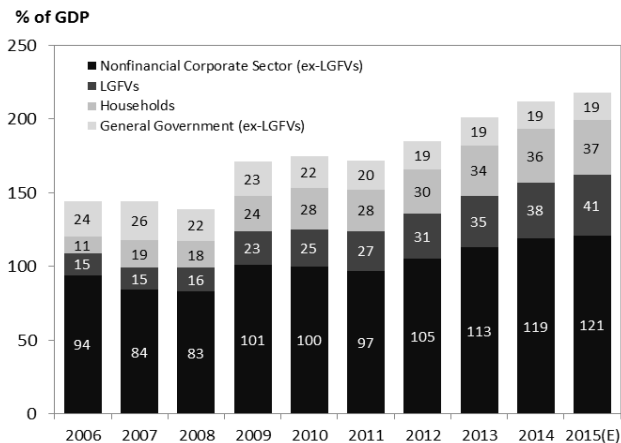
출처 : Bureau of Economic Analysis, Oxford Economics

중국 총 부채 규모와 개인 저축 (십억 위안)



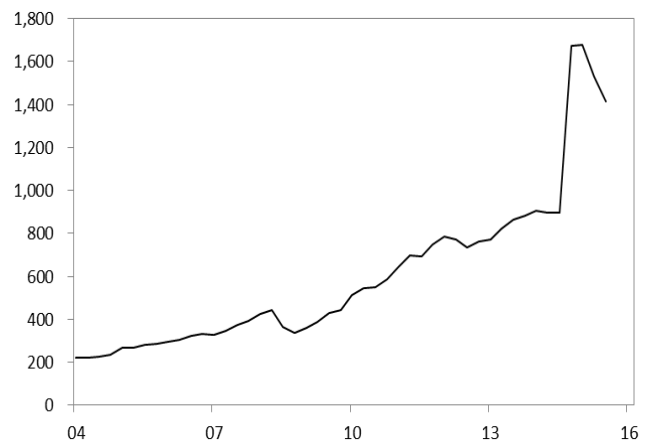
출처 : Bloomberg, National Bureau of Statistics of China

중국 GDP 대비 부채 구성 및 증가 추세



출처 : Bank for International Settlements, IMF, Goldman Sachs

중국 외채 총액 (Bil USD)



출처 : State Administration of Foreign Exchange, 2015년 1분기부터

RMB 표시 외채도 포함하게 되면서 규모가 크게 계상됨

먼저 조지 소로스가 간과한 점부터 알아보자. 금융 위기 전 미국과는 달리 현재의 중국은 높은 저축률이 지속되고 있다. 금융 위기 당시 미국의 부채가 지속될 수 없었던 이유는 저축이 부채한 채 부채를 통해 소득 증가 효과만을 누리려고 했기 때문이다. 그러나 중국의 상황은 다르다. 중국은 아직도 가계의 저축률이 지속적으로 증가하고 있다. 부채의 확대에 있어 저축은 핵심적인 역할을 한다. 저축이 확대되고 있는 상황에서 단순히 부채의 확장만을 문제 삼아 중국의 모습이 과거 금융 위기 전 미국과 닮아 있다고 판단하는 것은 조금 성급한 판단으로 보인다. 그리고 금융 위기 전까지 모두들 미국 가계의 부채에 대해 큰 우려를 보이지 않았지만 중국 부채에 대해서는 모두들 뜨거운 관심으로 지켜보고 있다. 문제가 커지기 전에 대책이 나올 가능성이 크다고 생각하는 이유이다.

부채를 이야기하는 데 있어 부채의 규모보다 지속 가능성이 문제의 핵심이다. 부채의 출처와 외부 충격이라는 두 가지 요인이 부채의 지속 가능성을 결정하는 핵심이다.

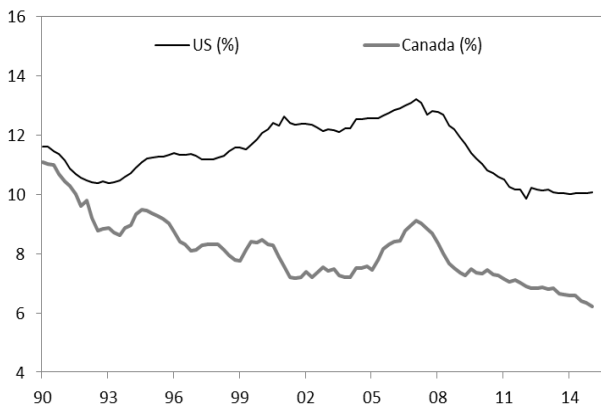
일본의 경우 GDP 대비 약 400%가 넘는 부채를 지고 있지만 아직 일본 디폴트를 걱정하는 투자자는 많지 않다. 그 이유는 여러 가지가 있겠지만 일본 국채의 대부분을 일본 국민이 보유하고 있고 일본의 금리 자체가 앞으로도 상당 기간 낮게 유지될 수 있다는 기대가 주요할 것이다. 반면 다수의 신흥국은 일본보다 낮은 외채 규모에도 불구하고 상대적으로 외국 자본에 많이 의존하고 있고 금리 또한 안정적으로 유지하기 힘들기 때문에 부채 문제가 항상 경제의 뇌관으로 지목된다. 중국은 일본과 같이 부채의 외국인 보유 비중이 많지 않다. 2015년까지 중국의 총 외채는 1조 5000억 달러 수준으로 10조 달러의 명목 GDP 규모와 3조 달러가 넘는 외환 보유고를 고려했을 때 결코 많은 규모가 아니다.

또한 부채의 지속 가능성이 훼손되기 위해서는 소득 충격이나 이자율 충격이 있어야 한다. 소득이 정체 혹은 감소하거나 이자율이 상승하여 채무 상환 능력이 훼손되고 디폴트가 증가하여 금융 경색이 사회 전반으로 퍼지면서 다시 부채 부담이 가중되는 악순환이 신용 위기의 일반적인 모습이다. 그러나 소득이나 이자율 측에서 충격이 없다면 부채 규모는 높은 수준에서도 지속 가능하다. 캐나다의 사례는 이자율 충격이 없을 때 레버리징이 지속될 수 있음을 보여준다. 금융 위기 이전 캐나다는 미국과 같이 채무상환 비율이 증가하여 부채 문제가 터질 수 있었으나 미국의 금융 위기로 인해 금리 수준이 크게 낮아지면서 가계의 레버리징을 지속할 수 있었다.

중국의 소득은 여전히 증가하고 있다. 중국의 도시 노동자 임금 성장률은 금융 위기 이후 하락 추세를 보이고 있지만 여전히 높은 수준이다. 산업 기업의 총 수익 또한 2015년 전년 대비 하락세를 보이다 최근 반등하였다. 금리는 상당 기간 낮게 유지되고 있으며 디플레이션 압력으로 인해 추가적인 지급준비율 인하 등 완화적인 유동성 정책이 예상되는 가운데 이자율 충격 또한 한동안 없을 것으로 예상된다. 이처럼 소득 충격과 이자율 충격이 부재한 상황으로 부채 위기를 가져올 발화점에 중국 경제는 아직 도달하지 못했다.

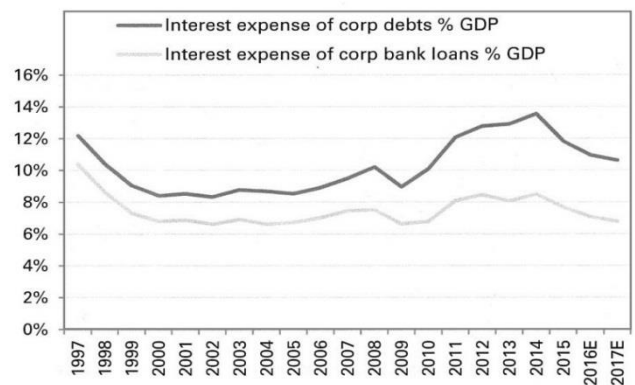
도표 14

미국과 캐나다의 채무상환비율 (%)



출처 : Bloomberg

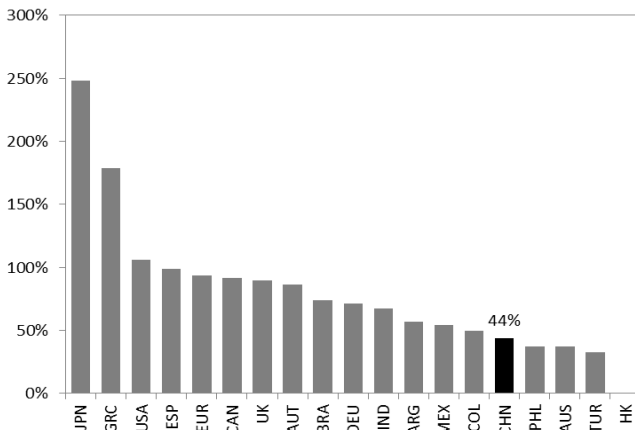
Corporate funding costs as % of GDP



출처 : Gao Hua Securities Research

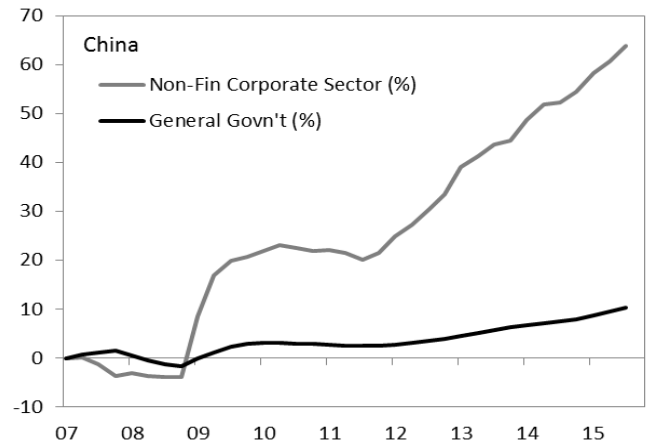
도표 15

국가별 GDP 대비 일반 정부 부채 수준 (2015)



출처 : IMF

GFC 이후 GDP 대비 정부 부채는 거의 증가하지 않음



출처 : BIS

부채 문제에 대한 정책적 대응 여력도 아직 크다. 정부의 권력이 절대적인 상황에서 중국은 부채 상환 의무를 다른 국가보다 쉽게 다른 분야로 이전할 수 있다. 더구나 중국 정부의 채무 비율은 낮은 상황으로 정부가 부채를 부담할 수 있는 여력이 충분하다. IMF에 따르면 중국의 GDP 대비 정부 부채 수준은 44%로 일본(250%)이나 미국(100%) 등 선진국 뿐만 아니라 인도(67%), 멕시코(54%) 등 신흥국보다 낮다.

금융위기 이후 선진국들의 민간 부분 부채는 거의 늘어나지 않고 디레버리징이 진행되었던 반면 정부가 대규모의 레버리징을 통해 경제 전반 수요가 지지하였다. 그러나 중국은 이와 다른 모습을 보였다. 정부의 레버리징은 억제되었고 도표 13에서 확인할 수 있듯이 비금융 민간 부분의 부채가 급격하게 증가하였다. 그러나 사실 이는 수많은 국유기업이 정부의 신용 팽창 역할을 대신해 주었던 결과이다. 중국 비금융 민간 기업 부채 중 절반 이상이 국유기업의 것이다. 실상 중국도 다른 나라와 같이 정부의 신용 팽창 정책이 있었지만 정부가 전면에서 나서지 않았을 뿐이다.

현재 중국 부채 문제의 중심에 있는 것은 국유기업들이다. 만약 국유기업의 지불 능력이 이슈가 된다면 정부가 국유기업의 부채를 정부 부채로 이전하는 여러 가지 방안을 강구할 것이다. 전술했듯이 중국 정부는 경제의 안정성을 추구하고 있고 이를 위협하는 위험에 대해 대응할 의지를 갖고 있다. 국유기업 부채 문제의 경우 대응할 수단 또한 여유가 있는 것으로 보인다.

이는 중국의 부채 이슈에 문제가 전혀 없다거나 미미하다는 이야기가 아니다. 많은 사람들이 이야기하듯 중국 정부가 모든 것을 다 해결할 수는 없을 것이다. 그 동안의 노력에도 불구하고 채무 불이행의 확대도 확인되고 있다. 채무 불이행이 과거 중소형 민영 기업에서 대형국유 기업 및 중앙 기업으로 확대되고 있다. 지역적으로도 저장성과 장시성 위주였던 채무 불이행 사례가 전국적으로 확대되는 모습을 보이고 있다. 산업적 측면에서 원자재 채굴 산업에 한정되었던 채무 불이행이 좀 더 규모가 큰 산업으로 확대되고 있다.

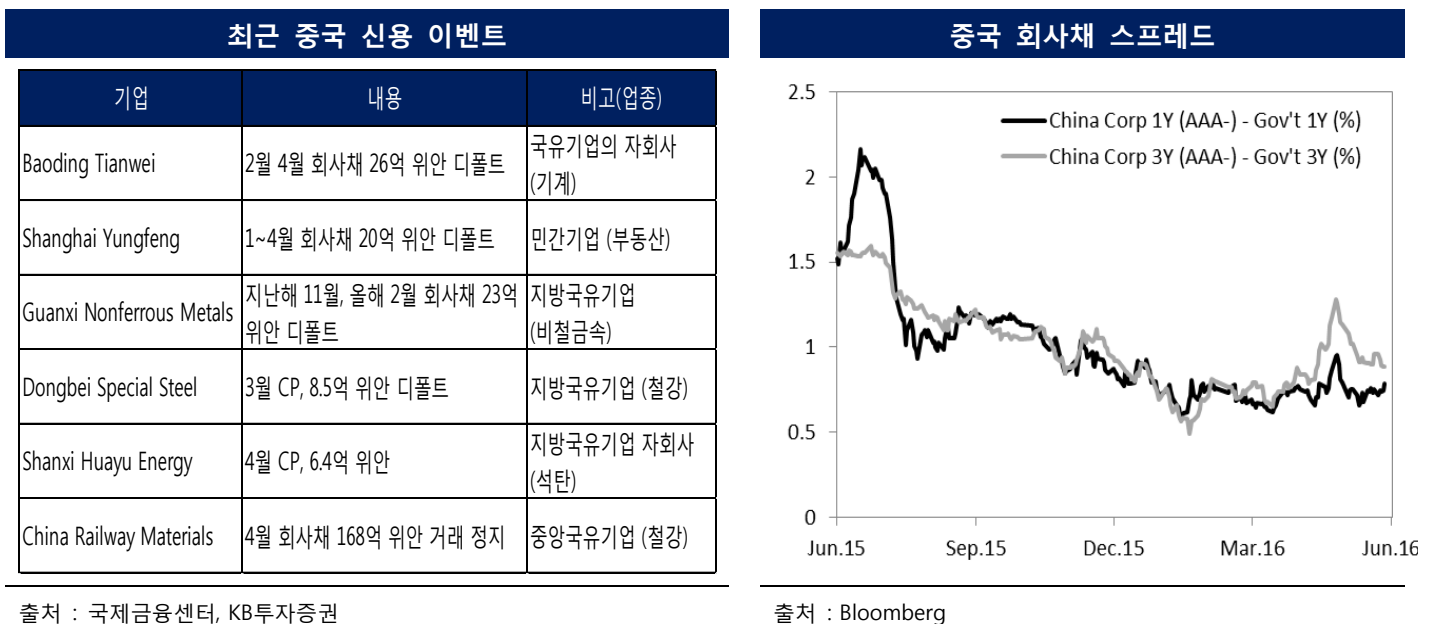
리스크는 이처럼 확대되고 있으며 지속적인 관찰을 요구하고 있다. 만약 이 상황에서 금리 상승 압력이 더해지거나 정부가 국유기업이나 지방 정부 부채를 보증하는 과정에서 이슈가 발생한다면 경제에 상당한 충격으로 작용할 수 있다. 아직 절대적인 횡수는 많지 않지만 점점 채무 불이행 건이 증가하고 있어 주의를 요하고 있다.

앞으로도 회사채 부도 사례는 증가할 것으로 보인다. 정부 또한 선별적인 디폴트는 용인하는 방향으로 경제 개혁을 추구하려고 의도하고 있다. 채권 시장에서 시장 메커니즘을 확립하기 위해서는 어느 정도의 디폴트 사례는 장기적으로 긍정적이다. 다만 이 과정에서 정부는 통제를 벗어난 위험 증가를 방임하지는 않을 것이다.

최근 이슈가 된 중국철로물자공사(China railway material) 회사채 거래 중단 공시를 통해 정부의 의지를 어느 정도 확인할 수 있다. 해당 기업은 AA+ 등급의 국영기업이며 거래 중단된 채권의 규모가 170억 위안에 달해 시장의 우려를 자아냈다. 그러나 문제가 커지자 곧 돌아오는 만기의 채권을 상환하였고 추가로 자산 매각 계획을 발표하며 시장을 안정시켰다. 이 과정에서 정부의 개입이 있었을 것이라 추정하고 있다.

2016년 4월 회사채 시장의 위기감이 조성되자 중국 회사채 스프레드는 빠르게 상승하는 모습을 보였다. 그러나 5월 들어 곧 안정세를 되찾아 최근 2016년 초 수준으로 회귀하였다. 지속적으로 올리는 부채 경고음에 비해 시장은 아직 안정적인 모습을 유지하고 있다.

도표 16



그러나 결국 부채 문제는 부채의 부담을 줄여야 본질적으로 해결할 수 있다. 부채 부담을 경감할 수 있는 방법으로 크게 세 가지를 생각할 수 있다. 1) 상환이나 부도를 통한 부채 규모 축소, 2) 인플레이션을 통한 부채 부담 축소, 3) 경제 성장을 통한 부채 부담 경감이다.

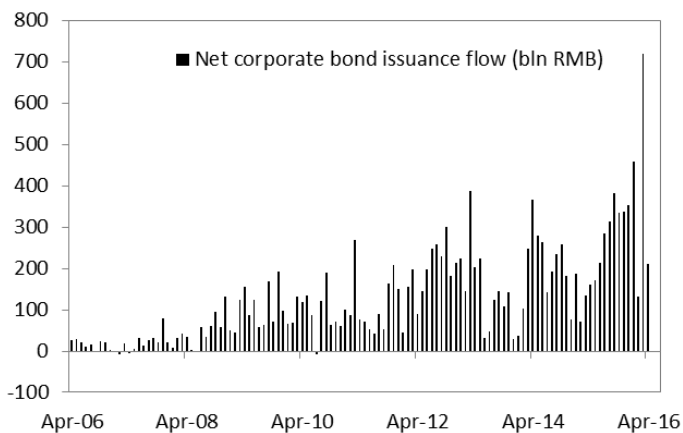
실제로 최근 부채 규모 축소 움직임이 관찰되고 있다. 2016년 초 폭발적으로 증가하던 회사채 발행 물량은 4월 들어 안정세를 찾는 모습을 보였다. 기업의 요구불 예금 증가율은



2016년 4월 전년 대비 30% 가까이 상승하여 기업들이 신용 팽창을 자제하고 여유 자금을 확보하기 위해 노력하고 있음을 보여주고 있다. 기업들은 경기 둔화에 대비하는 모습을 취하고 있다. 이와 같은 움직임은 기업의 재무제표를 개선시키고 경제 전반의 부채 수준을 조정하는 등 긍정적 효과를 나타낼 수도 있으나 경제 성장을 저해하는 요소로 작용할 가능성이 높다. 필요한 부분에 투자가 저해되면서 산업 전반의 활력을 잃게 만들어버리고 성장 가능성을 차단해버리는 결과를 자칫 초래할 수 있기 때문이다.

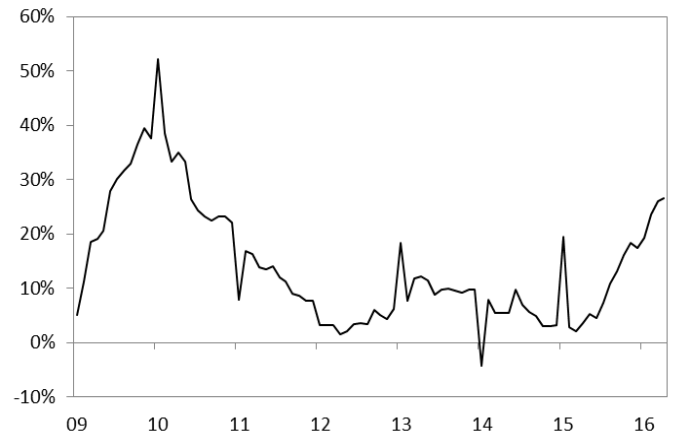
도표 17

회사채 발행 감소



출처 : PBoC, CEIC

회사 요구불 예금 증가율



출처 : PBoC

인플레이션을 통한 부채 부담 축소는 높은 수준의 인플레이션이 없는 한 효과가 크지 않다. 일단 현재 중국 경기 상황에서 부채 부담을 의미 있게 감소시킬 만큼의 인플레이션을 달성하기는 쉽지 않아 보이기 때문에 이런 방법을 통한 부채 해결을 기대하기도 어렵다. 특히 정부가 공급측 개혁을 추구하고 있는 상황에서 인플레이션을 일으킬 만큼의 유동성 공급이나 설비 부족 사태는 예상되지 않는다.

마지막으로 경제 성장을 통한 부채 부담 경감은 가장 바람직하고 모두가 원하는 방향일 것이다. 그러나 이를 위해서는 생산성 향상이 필수적이다. 지금까지 중국은 신용 팽창을 통해 성장을 달성해왔고 최근 들어 단위 성장에 필요한 부채 규모가 증가하면서 자본의 효율성이 떨어지는 모습을 보이고 있다. 부채의 급증 없는 성장이 가능하다면 중국의 부채 문제는 근본적으로 해결될 수 있을 것이다. 따라서 중국이 생산성 향상을 기반으로 한 새로운 성장 전략을 추구해야 하는 이유는 부채 문제와도 연결되어 있는 것이다.

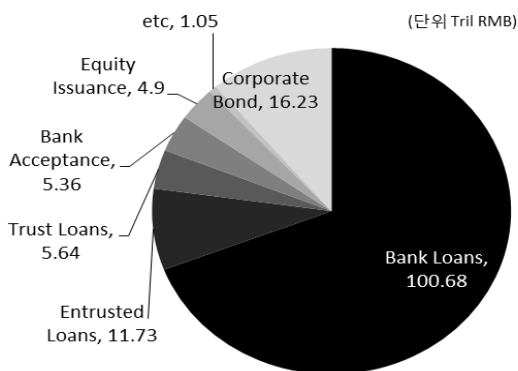
#### 4.5. 은행 건전성

중국의 부채 문제는 곧 은행의 건전성 문제와도 연결된다. 미국과는 다르게 중국은 채권

시장이나 주식 시장과 같은 자본 시장이 아직 충분히 발달하지 못했다. 따라서 많은 부분의 자본 증가는 은행이 담당하고 있다. 만약 부채 문제가 현실적 위협이 된다면 은행이 가장 직접적인 타격을 받을 것이다. 최근 NPL 비율은 지속적으로 상승하고 있어 은행 건전성에 대한 우려 또한 많은 실정이다. 현재 1.7% 정도로 NPL 비율이 공식적으로 발표되고 있지만 실제 NPL은 훨씬 높은 수준이라는 것이 공통된 의견이다. 대략 5~8% 수준을 추정하고 있으며 이 비율이 계속 상승할 것이라는 의견이 다수이다.

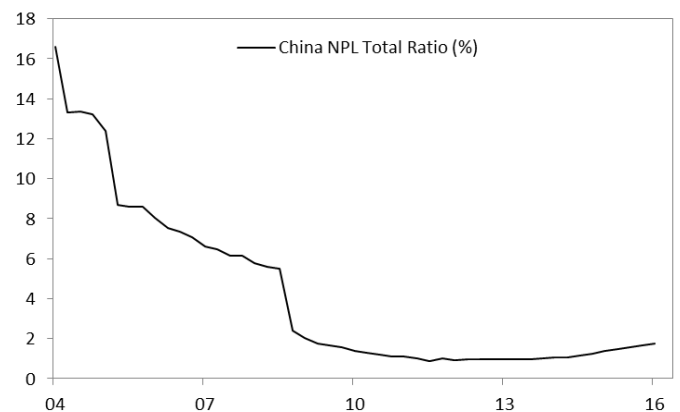
도표 18

중국 신용 중 은행 대출 비중 높아



출처 : PBoC

공식 NPL 수치 증가



출처 : PBoC

그럼에도 불구하고 공식적으로는 낮은 NPL 비율을 유지할 수 있는 데에는 은행 대출 담당자가 NPL을 인식할 인센티브가 없기 때문에 최대한 NPL 인식을 지연하기 때문이다. 즉 대출을 갚을 능력이 없는 차입자에게 상환 만기를 연장시켜주면서 NPL 인식을 회피하는 방법을 쓰는 것이다. 맥쿼리는 중국의 신규 대출 40% 정도가 이런 상황에 있다고 추정하고 있다. 건강한 기업의 대출 수요가 크지 않다는 것이 중국 은행들이 직면한 실제 문제이다. 따라서 지표상 나타나고 있는 낮은 NPL 비율에 안심할 수는 없다.

그림자 금융 구조화 상품은 전체 약 20조 위안이 넘는 상당한 규모로 추정되어 언제든지 리스크 요인으로 작용할 수 있다. 은행마다 그림자 금융에 노출되어 있는 정도에는 차이가 있다. 예를 들어 주요 4대 은행의 경우 그림자 금융에 대한 노출이 거의 없는 반면 흥업은행(Industrial Bank)의 경우 전체 대출 대비 33% 정도 노출되어 있다.

그간 은행 간 거래를 통한 부외 거래 확대가 그림자 금융의 리스크를 키우고 내재하는 위험을 파악하기 어렵게 만들었다. 은행 입장에서 은행간 거래를 통한 부외 거래를 이용할 유인이 상당하다. 중국은행업감독관리위원회(CBRC)의 자본 규제에 따르면 기업 대출의 경우 자산 평가에 있어 위험 가중치가 100% 적용되는데 반해 상업 은행간 거래 자산의 위험 가중치는 25%에 불과하여 자본 비율을 맞추는 데 유리하다. 또 은행 간 거래는 대출로 포함되지 않기 때문에 예금 대출 비율 규제를 피할 수도 있다. 규제가 오히려 그림자

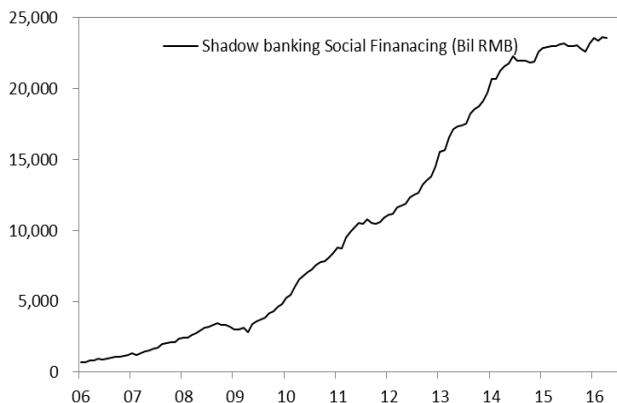
금융을 키우는 데 일조한 것이다. 만약 NPL 비율이 예상보다 규모가 커지고 시장이 이를 인식한다면 은행의 건전성은 언제든지 위험에 처할 수 있다. 특히 부외 거래를 통한 그림자 금융의 확대로 은행의 레버리지 노출을 직접 확인하기 어려운 상황에서 은행의 건전성에 대해 의심하는 것은 충분히 합리적이라고 보인다.

중국 정부 또한 이를 인식하고 있어 여러 가지 정책 대안을 고려 중에 있다. Debt-to-equity swap과 부실 자산의 ABS 발행 등이 그것이다. 과거 중국은 Debt-to-equity swap을 통해 은행권의 부실 자산을 강하게 정리하고 은행권의 위험을 제거한 경험이 있다. 그러나 당시 Debt-to-equity swap을 통한 부실 자산 정리에서 결국 은행이 많은 부분을 부담하였고 이는 곧 정부의 부담이 되었다. 이제 다시 그 방법을 쓰기에는 부채의 규모가 커진 것도 문제이지만 거둬드는 정부의 개입이 경영자의 도덕적 해이를 야기할 수 있어 더 이상 적절하지 않다는 의견이 다수 나오고 있다. 아직 Debt-to-equity swap의 정확한 방향이 결정되지 않고 있어 은행들은 정책을 기다리고 있는 실정이다. 부실 자산의 ABS 발행은 아직 규모가 작아 전체 문제에 큰 영향을 미치기는 어려운 수준이다. 중국 정부는 부실 기업 정리 및 부실 자산의 매각, 기업의 M&A 등을 통해 NPL 문제를 최대한 안정적이고 조용하게 해결해나가려 하고 있다. 결국 이 부분에서도 기업의 구조 조정이 핵심적인 역할을 할 것이고 문제가 해소되는 데 시간이 필요할 것이다.

그림자 금융의 규모가 금융 위기 이후 급증한 것은 사실이나 최근 증가율은 정체되고 있다. 정책 당국은 그림자 금융이 내포하는 위험에 대해 인지하고 있는 상황이며 규제가 주는 인센티브로 그림자 금융이 성장했다는 사실도 알고 있다. 그러나 아직 그림자 금융에 대해 대대적인 규제는 하지 않고 있다. 자본시장이 발달해 있지 않은 중국으로서는 은행만으로 국내 신용 팽창을 유지하기 힘들기 때문에 그림자 금융을 이용하는 장점도 있다. 또한 급증하긴 하였으나 그림자 금융의 규모는 GDP의 34% 수준으로 과거 미국의 그림자 금융 규모와 비교했을 때 치명적인 수준에 도달했다고 판단하기도 힘들다.

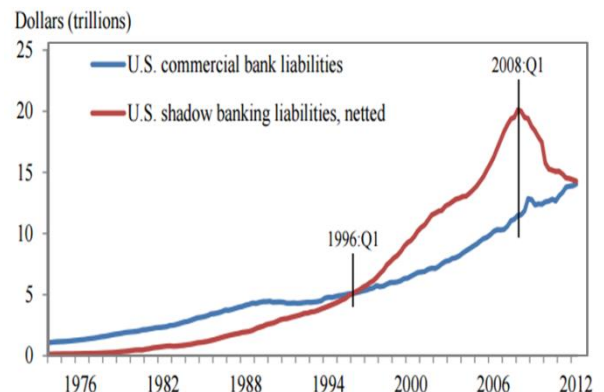
도표 19

중국 그림자 금융 증가율 둔화



출처 : Bloomberg

미국 상업은행 대비 그림자 금융 규모



출처 : Dallas Fed Staff Papers, "Understanding the risks inherent in Shadow Banking", 2012

따라서 은행의 건전성이 훼손되어 가는 것은 사실이나 아직 비관적 전망을 하기에는 이른 상황이며 은행 신용 확대에 대해 성급하게 규제하려고 하면 오히려 국내 수요를 저해할 수 있는 위험이 있다. 중국은 신용에 있어 미국과 달리 은행에 많이 의지하고 있어 미국과 은행 관련 수치를 똑같이 놓고 비교하기도 어렵다.

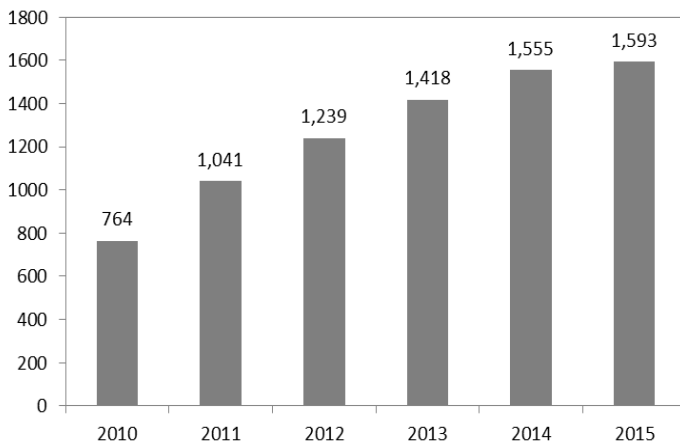
정책적 대응도 유효한 상황이며 아직 CBRC는 은행 내 유의미한 리스크가 있다고 판단하지 않는다. 그들은 전반적인 은행 위기 또한 예상하고 있지 않다. 이미 규제 차원의 발전이 있었고 CBRC는 은행의 리스크를 지속적으로 관리해 오고 있다. CBRC와 SAFE는 은행의 모든 거래를 모니터링 하고 있으며 리스크 관리에 신중을 가하고 있다. 따라서 문제가 발생할 때 신속한 정책적 대응을 담보하고 있다.

우려와는 달리 중국 은행의 전체 순이익은 여전히 증가하는 추세에 있어 불량 대출로 인한 손실을 어느 정도 감내할 수 있을 것으로 예상된다. 4대 국영은행 등 대형 은행들의 재무제표가 건전한 상황이고 그 동안 관리 당국이 은행의 건전성을 확보하기 위해 여러 가지 정책적 장치를 도입하였다.

때문에 단기간 은행권의 부실 문제는 관리될 수 있는 수준으로 생각된다. 은행 안정성에 대한 평가는 이후 은행 NPL 증가 현황과 그림자 금융 확대 속도, 산업 구조조정 향방, 정책 대응 방향에 따라 달라질 것이다.

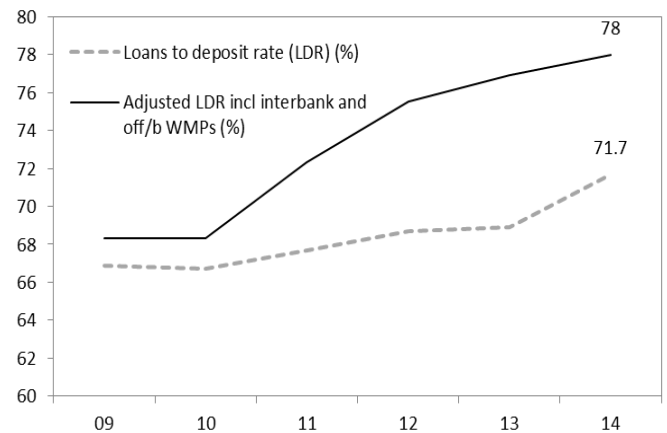
도표 20

은행 순이익 증가 (십억 위안)



출처 : China Banking Regulatory Commission

그림자 금융 대출 포함 예금-대출 비율



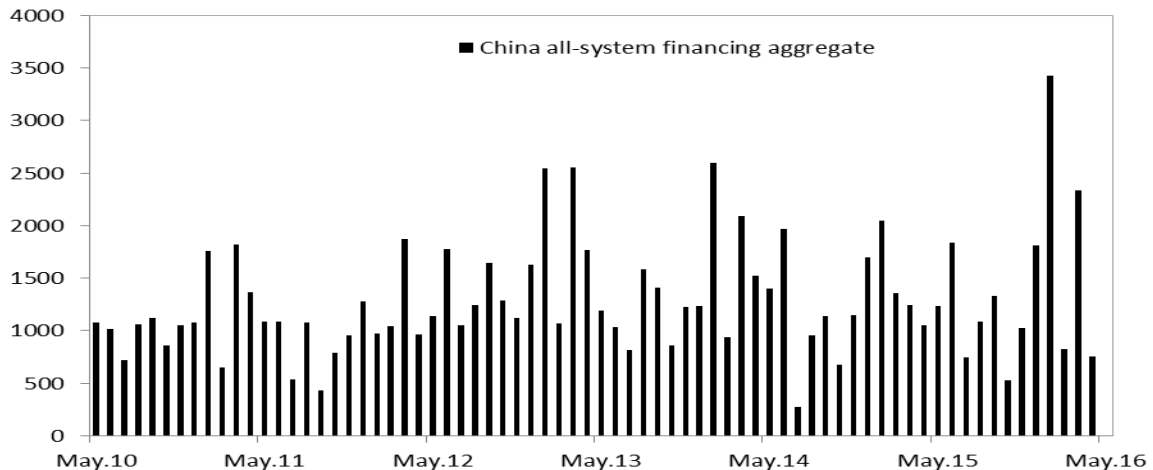
출처 : Bloomberg

## 5. 부동산 시장과 소비

### 5.1. 부동산 시장 상승세

도표 21

2016년 초 급등한 중국의 신용 팽창



출처 : National Bureau of Statistics of China

2016년 초 금융 시장 혼란을 진정시키기 위한 정부의 완화적 태도는 급격한 국내 신용 팽창을 야기했다. 3월 대규모 신규 대출이 발생하였는데 UBS에 따르면 이 중 30%가 주택 시장으로 유입된 것으로 추정되고 있다. 은행은 모기지 대출을 선호하는데 이는 다른 부분의 대출 수요가 크지 않은 상황이며 모기지 대출이 상대적으로 안정적이기 때문이다.

신용 팽창의 도움을 받아 주택 시장에서 가격 상승의 신호가 관찰되었다. 1선 도시 신규 주택 가격의 연간 상승률은 30%를 넘어서 높은 상승률을 보이고 있다. 상해와 북경의 주택 가격이 크게 상승함에 따라 주택 버블의 징후가 관찰되고 있다. 3~4개의 집을 보유하고 있는 사람들은 일을 하지 않아도 될 정도의 소득을 얻는다는 이야기가 중국 현지에서 나오고 있다. 높은 금리와 신용 위험에도 불구하고 P2P 대출이 성행하여 한 때 주택 시장 버블을 더욱 조장하면서 정부가 규제에 들어가기도 하였다.

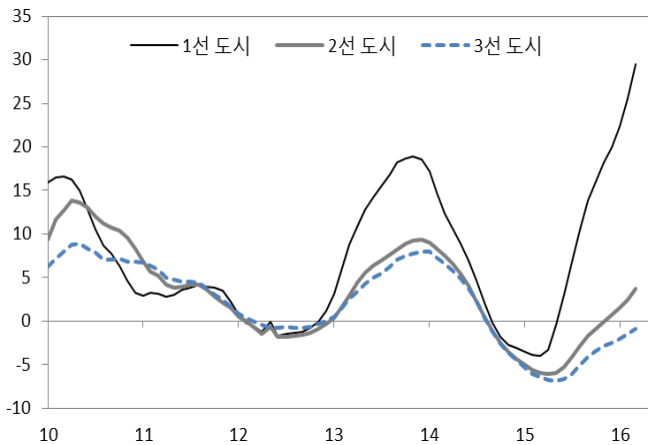
비록 최근 크게 상승했다고는 하지만 아직 중국 주택 가격은 임금 수준에 대비했을 때 극악한 수준은 아니다. 집 가격의 70%를 모기지 대출로 충당할 수 있고 30년 만기 모기지 금리는 4%에 불과하기 때문에 중국인들이 집을 사는 것 자체는 아직 크게 어렵지 않다고 한다.

중국 주택의 과잉 공급 우려는 1선 도시에는 해당되지 않는 이야기이다. 1선 도시의 재고 수준을 보면 상해는 5개월 판매분 이하, 북경은 10개월 판매분 이하 정도만 남아 있다. 심천은 이보다 약간 높은 수준이지만 2014년 말에 비해 재고는 크게 감소한 상황이다.

2~3선 도시의 주택 가격 또한 아래 도표에서처럼 약 1년 반 동안 지속된 가격 하락세를 마무리하고 안정세를 보이고 있다. 최근 주택 거래가 활성화되자 그동안 하락세를 보였던 주택 건설 활동도 바닥을 치고 반등하기 시작했다. 중국 주택 가격에 대한 많은 이들의 우려에도 불구하고 중국 주택 시장은 건조한 모습을 유지하고 있다.

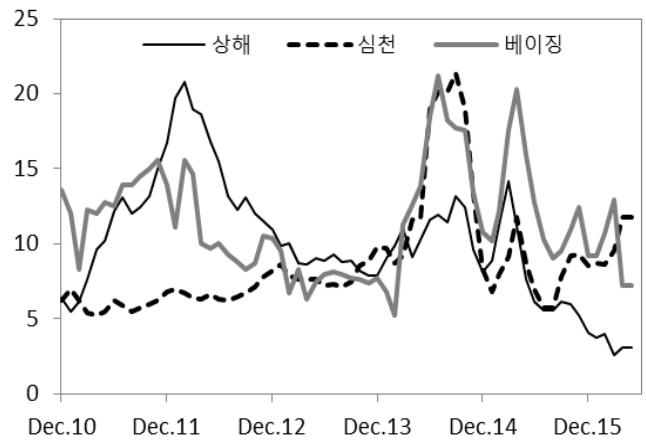
도표 22

1선 도시 신규 주택 가격 상승 과열 조짐



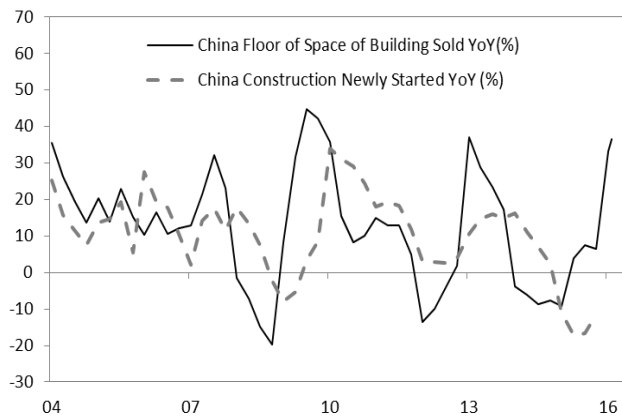
출처 : Bloomberg

도시별 재고 (월 단위)



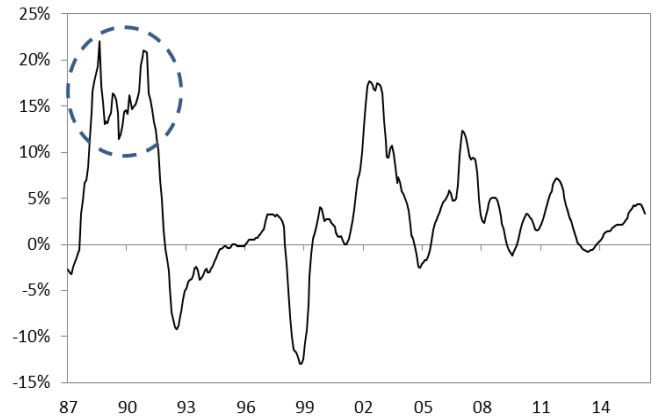
출처 : Bloomberg

중국 주택 활동 활발 (YoY%)



출처 National Bureau of Statistics of China

한국 전국 주택 가격 상승률 (YoY%)



출처 : 국민은행

한국은 1980년대 약 300만 명에 이르는 인구가 수도권으로 유입되면서 주택 부족 현상을 겪었다. 2016년 한국 주택 보급률은 103.5%에 이르나 1988년 주택 보급률은 69.4%밖에 되지 않았다. 1988년 전후로 한 시기의 경기 호황과 임금 상승 등에 따른 유동성 증가는 주택 시장에 긍정적 요소로 작용했다. 1988년 8.10. 부동산 종합 대책 등 부동산 가격 상승 억제를 위한 정책 수단이 나왔지만 90년 초까지 부동산 가격 상승을 막을 수는 없었다.

중국의 1선 도시 상황도 비슷한 상황이다. 농촌 노동력이 1선 도시에 계속해서 유입되고 있고 도시의 주택 재고는 낮은 수준에 머무르고 있다. 저유가, 저금리의 영향으로 가계의 가처분 소득은 증가하였다. 더구나 중국은 2015년 이후 부동산 경기 부양을 위한 아래와 같은 여러 가지 정책을 선보이고 있다. 이러한 요소들이 최근 주택 가격 상승의 원인으로 작용하였고 한동안 지속될 것으로 보인다.

도표 23

2015년 이후 중국의 주요 부동산 정책 (2015년 3월부터 순차적으로)
거래세 면제 기준, 5년 이상 보유에서 2년으로 하향 조정
고가주택의 경우, 2년 이상 보유 후 매도 시 양도차익에 대한 세금만 부담
1가구 2주택 구매 시 LTV 상향 조정 (40% -> 60%)
1가구 1주택 구매 시 주택적립금 LTV 상향 조정 (70% -> 80%)
중국 전역에서 주택 구매제한 조치 철폐
1가구 1주택 구매 시 LTV 상향 조정 (75% -> 80%)
1가구 1주택 소유자 중 대출금 상환하지 못한 개인에게 LTV 70% 적용해 리스크 최소화
1가구 2주택 구매시 LTV 상향 조정 (60% -> 70%)
주택 선납 계약금 비율 하향 조정 (최초 주택 구입자 : 25% -> 20%, 2주택 구입자 : 40% -> 30%)
단 주택구입 제한 정책 실시지역인 베이징, 상하이, 광저우, 선천, 하이난은 제외
주택공적금 금리 단일화 (0.35%, 1.1% 이원화 -> 1.5%로 단일화)
1선 도시 외 지역 주택 취득세 인하 (3% -> 1.5%, 1%)
2년 이상 주택 보유 시 양도세 면제, 단 1선도시는 제외

출처 : 중국언론, KB 투자증권

한 때 중국 부동산 거품론에 중심에 서 있었던 것은 유령도시 이야기였다. 부동산 과잉 공급에 따라 무계획적으로 지어졌던 유령 도시들은 바라보는 이에게 을씨년스러운 감정을 일으켰고 중국 부동산 붕괴의 서막을 알리는 신호와 같이 느껴졌다. 정저우 신도시도 한 때 유령 도시의 대표적 사례로 지목되었다.

도표 24

#### 한 때 유령도시로 지목되었던 정저우 신도시



출처 : 구글 이미지 검색

#### 정저우 주택 가격 (RMB/sq.m)



출처 : China Real Estate Information Corporation



그러나 팩스콘 공장 이전과 같이 제조업 고도화를 추구하고 이에 따라 풍부한 노동력 유입과 교통 인프라가 확충되면서 정저우 신도시는 이제 중부 지역 도시화 모범 사례로 부상하였다. 정저우의 주택 가격은 최근까지도 안정적인 상승세를 유지하고 있다.

## 5.2. 소비 성장

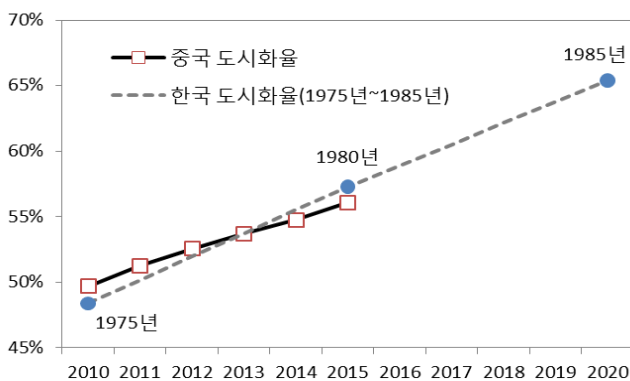
중국의 앞으로의 성장 전략은 소비이다. 투자 위주의 경제 성장에서 소비 위주의 경제 성장으로 경제 체질을 바꾸려 하고 있다. 그 동안의 양적 팽창을 벗어나 질적 성장을 추구하는 것으로 낮아진 성장률에서도 인민들 삶의 질적 향상을 노리고 있는 것이다.

1) 도시화 진행, 2) 높은 저축률, 3) 인구 구성 변화, 4) 인프라 확충 등 네 가지 요인에 따라 앞으로 중국 소비의 성장을 긍정적으로 예상해본다.

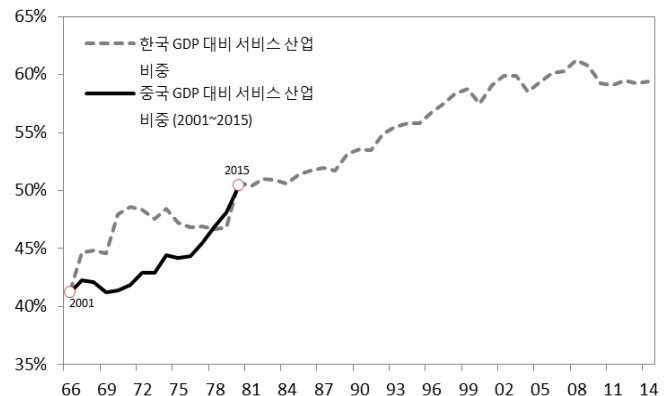
앞서 살펴본 부동산은 소비에서 핵심 역할을 한다. 기본적으로 부동산 가격 상승은 소비자들의 구매 여력을 높여준다. 또한 도시화가 진행될수록 서비스 소비 수요가 커지면서 새로운 소비 패턴을 창출한다. 도시화율을 살펴보면 한국은 1975년에 48.4%를 기록하였는데 이는 중국의 2010년 도시화율과 비슷한 수준이다. 그 이후 5년간의 도시화율 행보도 양국간의 공통점을 발견할 수 있다. 한국은 1980년에 도시화율 57.3%에 도달하였다. 중국은 56.1%를 기록하였다. 도시화율로만 놓고 본다면 현재 중국은 한국의 1980년대, 미국의 1930년대와 비슷하다고 볼 수 있다. 앞으로 비슷한 추세가 유지된다면 중국은 2020년에 이르면 65%의 도시화율에 도달할 것으로 전망된다.

도표 25

중국 도시화율과 한국 도시화율



중국과 한국의 GDP 대비 서비스 산업 비중



출처 : National Bureau of Statistics of China, 한국 통계청

출처 : World Bank

도시화율이 진행되면서 서비스 산업의 비중이 커진다. 우연찮게도 중국의 GDP 대비 서비스 산업의 비중은 한국의 1980년 그것과 비슷한 수준이다. 도시화율이 비슷하게 진행된다면 GDP 전체 대비 서비스 산업의 비중 또한 비슷하게 전개될 양상이 크다고

예상할 수 있다. 서비스 산업의 확장은 국내 소비가 증가함을 나타낸다. 1930년대 미국과 1980년대 한국에서 본격적인 소비 부흥 시대가 시작되었다는 사실을 생각해볼 때 중국도 비슷한 경로를 따를 것이라 예상할 수 있다.

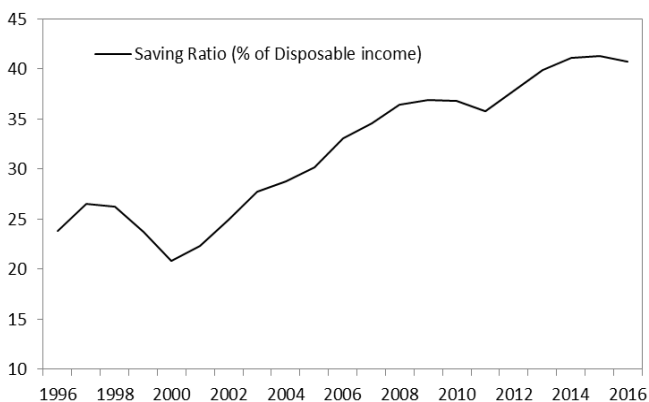
가계의 저축률이 높은 것은 앞으로 소비를 할 수 있는 충분한 여력을 제공한다. 중국의 가계는 가처분 소득의 40% 가까이 저축하고 있다. 가계의 자본 축적은 지금까지 기업의 투자로 이전되어 투자 위주의 성장을 가능하게 하였다. 전술했듯이 중국 내 기업 부채 팽창의 원동력은 강한 가계의 저축이다. 이제 소비 중심의 경제 체제로 선회하기 위한 정책적 노력이 지속될 것이고 그 동안 쌓여왔던 가계의 저축은 기업이 아닌 소비자들이 쓰는 방향으로 바뀔 것이다.

인구 구성의 변화도 소비 패턴에 영향을 미친다. 대약진 운동 등 배고픔이 일상이었던 과거 세대와 다르게 상대적으로 물질적 풍요를 누려온 빠링호우(80년대생) 지우링호우(90년대생)로 인구 중심축이 이동하고 있고 이는 중국이 보다 소비 중심적, 서비스 중심적 경제로 전환되고 있음을 나타낸다. 그 동안 중국이 높은 가계 저축률을 지속했던 이유는 사회 보장 제도가 부족한 환경에서 배고픔을 겪었던 세대들의 방어기제가 작용했음도 무시할 수 없다. 주 소비층이 80년대 이후 출생자들로 옮겨지면서 지나치게 높은 가계 저축률은 줄어들 것이고 대신 소비가 늘어날 것으로 보인다.

소비를 위한 인프라 확충도 앞으로 소비 증가에 기여할 것이다. 중국은 그 동안 고속철과 고속도로 등 여러 교통 인프라 확충에 주력했다. 이는 곧 물류 이동을 빠르게 하여 광대한 중국 대륙에서 소비를 하는 데 공간적 제약을 축소시켰다. 인터넷이 전국적으로 보급되면서 온라인 상거래를 통한 상품 구입이 확대되었다. 알리바바는 이 과정에서 성공적으로 등장했다. 뿐만 아니라 인터넷을 통해 알리페이와 같은 새로운 결제 수단의 등장이 가능해지면서 한층 더 소비 중심의 사회로의 전환이 용이해졌다.

도표 26

높은 가계 저축률 (가처분 소득 대비 %)



출처 : Oxford Economics, 2014년 이후는 추정치

알리바바의 성공적 상장



출처 : 한국일보

## 6. 정책 대응 수단 개요

### 6.1. 통화정책

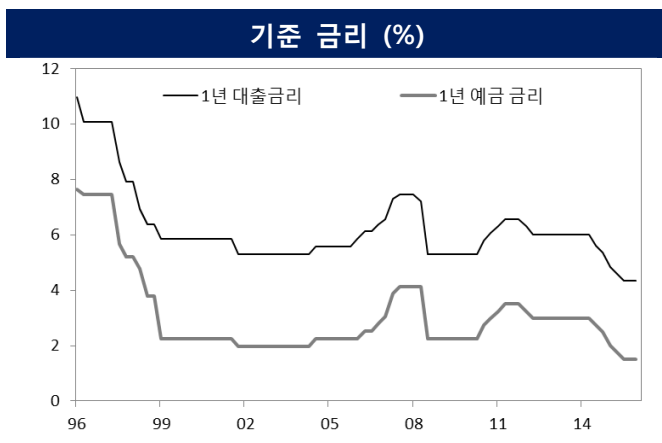
인민은행(人民銀行, People's Bank of China)은 중국의 중앙은행으로서 통화정책을 관장하고 있다. 중국의 중앙은행법에 따르면 인민은행은 통화의 가치를 안정적으로 유지함으로써 경제 발전에 기여하는 것을 목표로 하고 있다. 또한 인민은행은 금융 안정성을 유지해야 한다. 최종 대부자로서 인민은행은 1) 벤치마크 예금, 대출 금리, 2) 지급준비율, 3) 재할인, 4) 재대출, 5) 공개시장 조작 등등 여러 가지 통화 정책 도구를 사용할 수 있다.

3%의 인플레이션 목표치를 가지고 있고 벤치마크 1년 대출 금리와 1년 예금 금리는 2014년 11월부터 6차례 각각 165bp, 150bp 인하한 이후 2015년 10월부터 현재의 수준으로 유지하고 있다.

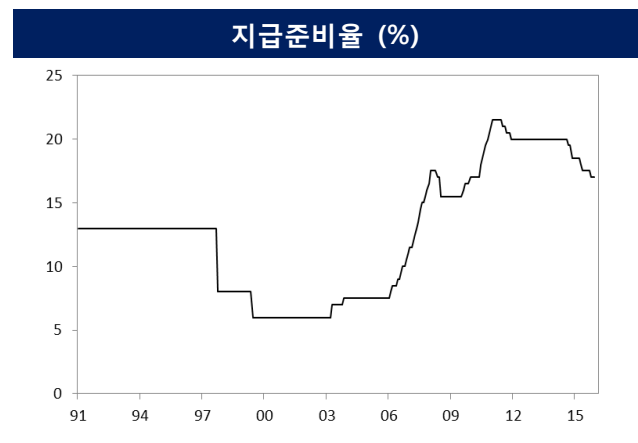
금리 인하는 통화 완화 정책을 시행할 것이라는 강한 신호로 시장에 작용한다. 따라서 당국이 원하지 않은 곳에도 유동성이 공급되어 과잉 공급 문제를 키우게 될 여지가 크다. 이는 장기적인 금융 안정을 유지해야 하는 인민은행의 목표와도 상반되는 결과가 될 것이다. 최근 인민은행은 금리 인하로 시장에 잘못된 신호를 주는 것을 경계하고 있으며 금리 변동을 최대한 자제하려고 하고 있다.

지급 준비율 인하도 인민은행이 경제 시스템에 유동성을 공급하는 방법 중 하나로 이용되고 있다. 지준율 50bp 인하는 약 7,000억 위안을 시장에 공급하는 효과를 발휘한다고 평가된다. 이 또한 광범위한 유동성 공급 효과를 낸다. 2016년 지준율 인하에 대해서는 시장에서도 예측이 엇갈리고 있는 상황이다. 지준율 인하가 없을 것이라고 주장하는 측도 있는 반면 2016년 5번 인하까지 예측하는 곳도 있다. 그러나 정부가 공급측 개혁을 강조하고 있는 상황에서 공격적으로 지준율을 인하하기는 어려워 보인다.

도표 27



출처 : People's Bank of China



출처 : People's Bank of China

공개시장조작정책 (Open Market Operation)은 인민은행이 시장의 유동성을 관리하는 또 다른 방법이다. 7일물 역레포 금리가 기준이며 이는 2015년 10월 이후 2.25%로 유지되고 있다. 역레포물은 14일, 28일 등 여러 종류가 존재하나 주로 7일물을 기준으로 하며 춘절 등 특별한 경우에 14일 역레포를 사용하기도 한다. 또한 공개시장조작정책을 보조하는 방법으로 7일 미만 단기 유동성 공급이 Short term Liquidity operation (SLO)이라는 이름으로 시행되고 있다.

최근 인민은행은 보다 정밀한 유동성 공급 방안을 강구하고 있다. 금리나 기준을 인하를 통한 경제 전반의 유동성 공급 방식은 원하지 않은 부분에까지 유동성을 주입하는 부작용이 있기 때문이다. 인민은행이 운영하는 유동성 지원 창구는 목적형 대출의 일환으로 통화 정책의 유연성을 확보하고 있다. 담보보완대출(Pledged Supplemental Lending, PSL)은 인민은행이 시중 은행에 담보를 받고 대출을 제공하는 형식으로 ECB의 TLTRO와 유사하지만 자금 지원을 특정할 수 있다는 점에서 더 강한 정책으로 평가되고 있다. 만기는 3년 정도이고 금리는 2.75% 수준으로 결정되어 있다. 최근 규모는 1.5조 위안 정도로 대출 잔액은 계속해서 증가 추세를 보이고 있다.

단기 유동성지원창구(Standing Lending Facility, SLF)는 1일부터 3개월까지 단기 자금을 공급하는 방식으로 한 때 5대 국유은행에 각각 1,000억 위안을 공급하여 총 5,000억 위안 가까운 자금을 수혈하기도 하였다. 당시 기준율 50bp 인하와 비슷한 효과를 나타낸다고 평가되었으나 최근 대출 규모는 크지 않다.

중기 유동성지원창구(Medium-term lending facility, MLF)는 SLF와 달리 3개월에서 1년 사이 중기 대출로 시중 상업은행에 유동성을 공급하고 있다. 만기 시점에 중앙 은행의 판단으로 연장이 가능하고 금리 조정 또한 가능하다. 초기 도입시 자금은 농업과 중소형 기업에 집중되도록 은행에 인센티브를 주는 방식으로 앞서 언급한 것처럼 유연한 목적형 대출이 가능한 방식이다. 현재 1조 6천억 위안 규모이며 3개월, 6개월, 1년 MLF 금리는 각각 2.75%, 2.85%, 3%로 유지되고 있다.

도표 28

정책	명칭	규모	만기	설명
PSL	담보보완대출	1.5조 위안	3년	시중은행에 담보를 받고 대출을 제공
SLF	단기 유동성지원창구	< 10억 위안	1~3개월	한 때 5대 국유은행에 각각 1,000억 위안 공급 1일~3개월 만기 당시 기준율 50bp 인하 효과와 맞먹음
MLF	중기 유동성 지원창구	1.6조 위안	3~12개월	시중 상업은행에 3개월 만기로 유동성을 공급 만기시점에 중앙은행의 판단 하에 연기 가능, 금리 조정 가능 MLF 제공 조건은, 시중 은행이 대출 금리 인하 유동성은 주로 농업과 중소형 기업에 집중 예상

출처 : 대우증권 자료를 바탕으로 업데이트

좀 더 정교하고 직접적인 통화 정책으로 최근 인민은행은 중국개발은행과 수출입은행을 통해 유동성을 직접 공급하는 방안도 쓰고 있다. 2015년 7월 로이터의 보도에 따르면 인민은행은 480억 달러 규모의 자금을 중국 개발 은행에, 450억 달러 규모의 자금을 수출입은행에 제공했다. 은행들이 정부의 영향력 아래 있기 때문에 할 수 있는 방법으로서 이렇게 투입된 유동성은 중국 정부가 필요하다고 판단하는 부분(도시 개발, 인프라 투자 등)에 효율적으로 자금 집행이 가능하도록 할 것이다.

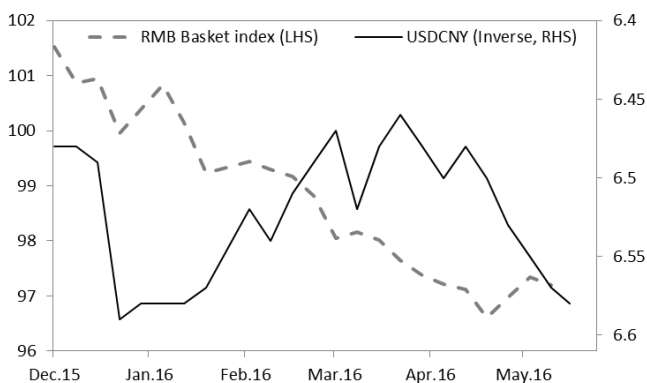
앞으로 중국의 통화 정책은 금리 인하와 지급 준비율 인하 등 광범위한 효과를 발생시키는 전통적인 수단에 의지하기보다는 공개시장조작정책과 MLF 등의 만기가 비교적 짧고 영향이 제한되며 원하는 곳에 효과적으로 유동성을 공급할 수 있는 방향이 선호될 것으로 예상된다. 경제 상황에 따라 기민하게 움직일 필요가 있는 정부 입장에서 이와 같은 수단들이 훨씬 더 매력적으로 보일 것이기 때문이다.

## 6.2. 외환 정책 : 인민은행은 위안화 약세를 원하는가?

인민은행은 매일 위안화 환율을 고시하고 관리하는 관리변동환율제도를 채택하고 있다. 중국은 1994년부터 2005년까지 달러 페그제를 실행하다 2005년 7월부터 페그제를 폐기하고 복수 통화 바스켓을 구성해 환율을 관리하는 제도를 도입하였다. 그러나 최근까지 위안화의 가치는 인민은행이 고시한 달러-위안 기준 환율에 의해 관리되어 사실상 느슨한 달러 페그제를 유지해왔다. 2015년 12월 인민은행은 위안화 가치를 13개 주요 무역 상대국 통화와 연동하는 관리변동환율제도로 전환하겠다고 시사했다. 따라서 앞으로 외환 정책의 기준으로 CNY/USD에서 CFETS (China Foreign Exchange Trade System) RMB 인덱스로 옮겨갈 것이지만 아직까지는 여전히 CNY/USD에 관심이 집중되어 있다.

도표 29

### 위안화 환율 움직임 (바스켓 vs 달러 대비)



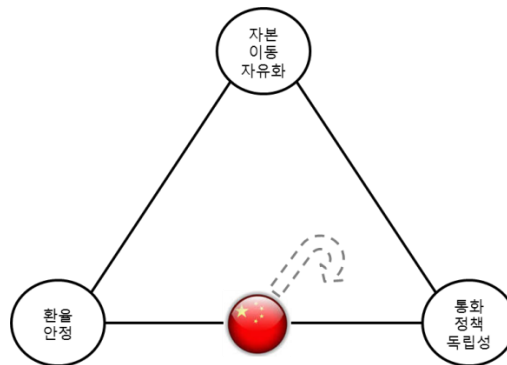
출처 : China Foreign Exchange Trade, Bloomberg

### 외환 보유액 (십억 USD)



출처 : People's Bank of China

인민은행이 환율을 어떻게 조정해나가고 싶은가에 대해 투자자들 사이에 통일된 의견은 없다. 어떤 이들은 중국의 국제 경쟁력을 위해 인민은행이 점진적인 위안화 약세를 원한다고 생각한다. 또 불가능의 삼각정리(Impossible Trilemma, 아래 도표)에 따라 인민은행의 희망과는 상관 없이 위안화는 약세가 될 것이라고 예상하는 사람들도 많다. 중국 내 디플레이션 압력을 극복하기 위해서 위안화 절하의 당위성을 발견하는 사람들도 있다. 경제 논리로 본다면 위안화 절하가 맞는 방향이고 정부 또한 사실은 위안화 절하를 원할 수도 있다.



그러나 2015년 두 차례에 걸친 환율 파동과 이로 인해 금융 시장에 큰 혼란은 정부에 큰 충격을 주었다. 이를 통해 정부는 환율 안정에 좀 더 집중할 필요를 느꼈고 한동안 가치 안정이 환율 관리의 제1원칙으로 남아 있을 것이다. 위 도표의 불가능의 삼각정리 도식을 따르자면 중국은 자본 이동 자유화를 추구하려다 선회하는 모습을 보였다. 한동안 자본 이동 자유화를 추구하지 않은 채 환율 안정과 통화 정책 독립성을 유지하려고 할 것이다. 2016년 초 당국의 자본 통제와 위안화 투기 세력 억제는 이러한 맥락에서 해석이 가능하다.

정부가 환율 절하를 원한다고 하더라도 그것은 단기적으로 중국 경제에 득보다는 실이 더 큰 결정일 것이다. 위안화 가치가 절하된다는 예상이 팽배해진다면 국내 외화 유입이 감소하고 자본 유출이 생길 수 있다. 우리는 2016년 초 이런 현상을 목격했다. 실제로 위안화 절하가 컸던 2015년에 외환 보유고 감소세가 뚜렷했다. 수출 업자들은 달러로 받은 수출 대금을 수출국에 그대로 예치해 놓음으로써 외화 유입을 더욱 감소시킬 수 있다. 이것이 위안화 가치에 추가 절하 압력으로 작용할 수 있다. 위안화 절하 압력이 커진다면 정부는 환율 안정을 위해 대응할 수밖에 없고 환율 방어를 위한 정부의 개입은 국내 유동성을 경색시키는 방향으로 작용할 것이다. 이뿐만 아니라 위안화가 급격히 절하된다면 위안화 국제화를 외쳤던 그간의 노력이 물거품으로 돌아갈 수 있다. 따라서 현재 정부 입장에서 위안화 가치를 최대한 안정화시키는 것이 우월 전략이다.

한 동안 달러 대비 강세로 안정을 찾던 위안화는 2016년 5월 이후 다시 약세로 돌아서 6월 초 달러 대비 가치가 연중 저점 수준으로 떨어졌다. 하지만 이는 인민은행이 위안화 절하를 원해서라기보다는 미국의 금리 인상과 이에 따른 달러 강세를 대비하여 위안화 환율 안정을 위한 안전 마진을 확보하려는 시도로 해석하는 것이 옳다. 최근 글로벌 금융 시장이

안정화되면서 위안화 가치 하락에 대한 우려가 감소했을 때 미리 약세를 유도해놓음으로써 이후 달러 강세가 도래했을 때 위안화 가치를 상대적으로 여유 있게 관리하려는 의도인 것이다.

앞으로도 한동안 위안화 가치의 향방은 달러의 향방에 따라 달라질 것이다. 달러 가치가 크게 상승하지 않는 한 위안화 가치는 안정되는 방향으로 관리될 것이다. 급격한 환율 절하 또한 절상은 국내 요인만으로는 예상되지 않는다.

도표 30

중국 외환 보유 현황	US \$ bn	% of total
<b>Foreign assets held by monetary authorities (as of March 2016)</b>	<b>3508.0</b>	
Official reserve assets	3305.4	100%
(1) FX reserves	3212.6	97.2%
Securities	3158.1	95.5%
Currency and deposits	27.5	0.8%
(2) IMF reserve position	10.7	0.3%
(3) SDRs	10.5	0.3%
(4) Gold	71.5	2.2%
(5) Other reserve assets	0.2	0.0%
Other FX assets	202.5	100.0%
Securities	196.7	97.1%
Loans	5.3	2.6%
<b>Foreign assets held by other government agencies (estimates)</b>	<b>889.2</b>	<b>100.0%</b>
China Investment Corporation	746.7	84.0%
Capital injection to policy banks (assets derived from FX reserves)	93.0	10.5%
Capital injection to international organizations	49.5	5.6%
<b>Total</b>	<b>4397.2</b>	

출처 : CEIC, CICC

### 6.3. 재정정책

지금까지 살펴보았듯이 광범위한 효과를 내는 금리 인하나 위안화 절하는 예상되지 않는다. 대신 경제 부양을 위해 대규모의 재정 정책은 기대해볼 만하다고 판단한다. 중장기적으로 봤을 때에도 중국의 재정 정책은 확대 기조에 서있다.

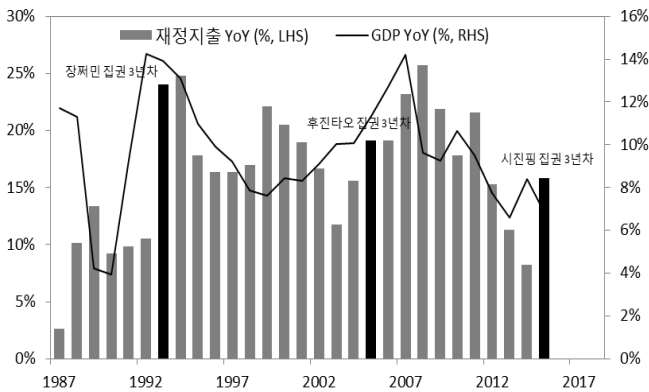
과거 사례를 살펴보면 집권 3년차 이후 재정 지출 확대가 이루어졌다. 아래 도표에서 확인할 수 있듯이 장쩌민 집권 3년차와 후진타오 집권 3년차에 각각 재정 지출 확대가 이루어졌다. 과거 사례를 비추어보면 재정 지출 확대는 그 이후 몇 년간 지속되었다. 이에 따라 GDP 성장을 상승 또한 동시에 진행되었음을 확인할 수 있다. 시진핑도 이미 2015년 집권 3년차에 재정지출을 전년 대비 크게 확대시켰으며 이는 그가 과거의 선례를 따른 가능성이 높다는 것을 암시한다.



2016년에도 재정 지출 확대는 어느 정도 예정되어 있다. 4월 중국 정부는 경기 부양을 위해 금년 6조 위안 규모 인프라 투자를 계획하고 있음을 발표하였다. 금융 위기 당시 중국은 4조 위안의 경기 부양책으로 대규모 인프라 투자를 실시했고 그 결과 빠른 경기 반등을 이끌어내었던 경험이 있다. 물론 당시와 비교하여 중국의 GDP 규모가 훨씬 커진 상황이기 때문에 최근 예정된 인프라 투자의 영향력은 금융위기 때보다 작을 수 있다. 그럼에도 불구하고 6조 위안 규모의 인프라 투자는 경기에 상당한 긍정적 영향을 미칠 것임을 부인하기 힘들다. 알려진 투자 계획에 따르면 운송, 환경, 도시, 관광 인프라 투자에 3조 위안 정도가 투자되고 발전개혁위원회(NDRC) 승인 인프라 투자에 5,000억 위안, 수자원 프로젝트에 8,000억 위안, 기타 탄력 운용에 1조 7,000억 위안이 배정되어 있다.

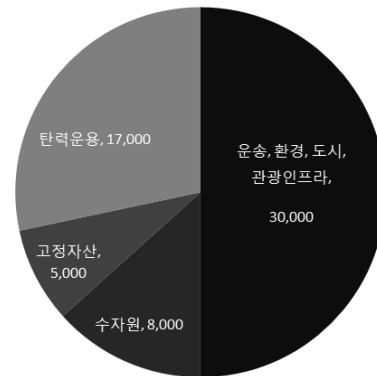
도표 31

### 재정지출 확대로 경제 성장률 지지 예상



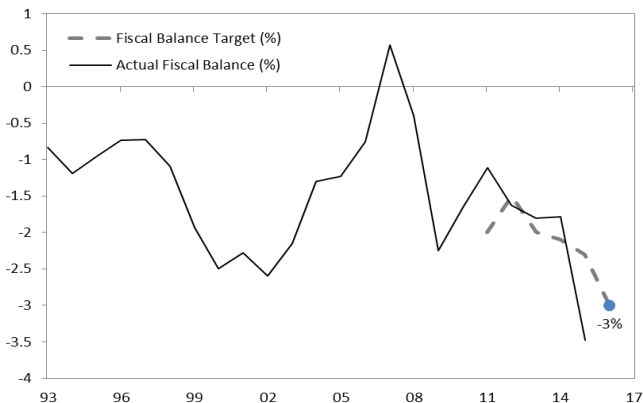
출처 : National Bureau of Statistics of China

### 중앙정부 6조 위안 SOC 투자 계획



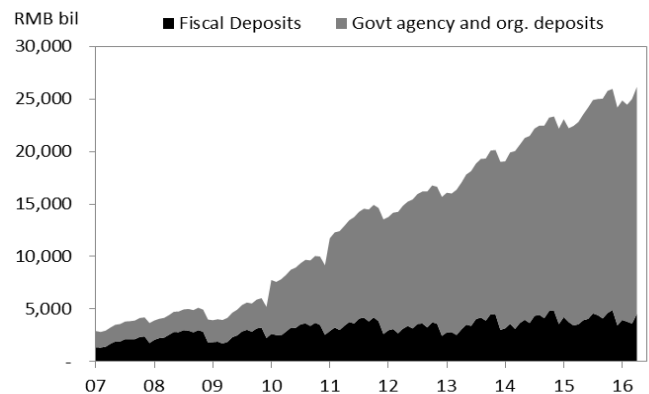
출처 : 제일재경, 차이나데일리, 매일경제

### 중국 재정 적자 목표 상향 조정



출처 : National Bureau of Statistics of China

### 중국 공공 예금 규모



출처 : National Bureau of Statistics of China

도표 32

경제 부분별 예금과 부채 (as of March 2016)			
Households			
Deposits		Debts	
RMB trn	% of GDP	RMB trn	% of GDP
58.1	85%	28	41%
Non-financial corporations			
Deposits		Debts	
RMB trn	% of GDP	RMB trn	% of GDP
47.1	69%	Total	111.8 163%
		Excluding deb of local govt	101.5 148%
Government			
Deposits		Debts	
RMB trn	% of GDP	RMB trn	% of GDP
RMB Deposits held by government entities		T-bond & Local Govt bond	
21.4	31%	15.8	23%
RMB Fiscal Deposits		Policy financial bond	
3.6	5%	11.3	16%
Foreign Exchange Reserves		Local govt debt	
20.9	30%	10.3	15%
Total		Total (including debt of local govt)	
45.9	67%	37.4	54%

출처 : CEIC, CICC

인프라 투자를 위해 인프라 건설 전용펀드가 설립되었다. 이는 2015년부터 설립되었고 2015년에는 4차례에 걸쳐 총 8,000억 위안의 자금을 조달했다. 2016년도 두 차례 펀드 설립이 있었는데 첫 번째는 4,000억 위안 두 번째는 6,000억 위안의 자금을 조달하여 이미 1조 위안의 자금을 확보하였다.

이 자금은 추가적 신용 창출의 기반으로 작용할 수 있어 이를 통한 투자 확대 규모는 펀드 자금 이상이 될 것으로 예상된다. 인프라 건설 전용 펀드의 자금을 지원받은 기업들은 이를 기반으로 은행을 통해 추가 신용을 받을 수 있기 때문이다.

아직까지 인프라 투자는 정부와 국유기업 위주로 이루어지고 있다. 따라서 정부는 민간기업의 참여를 유도하고 있다. 인프라 건설 전용펀드로 조달된 자금은 10~20년 장기로 금리는 1.2%에 불과하다. 만기가 도래했을 때 대출 규모에 상응하는 지분을 넘기면 되기 때문에 상대적으로 민간 기업도 부담 없이 사업을 진행할 수 있는 여건이 마련되어 있다. 인프라 건설 전용펀드 설립 자금 조달을 위해 국가개발은행과 농업발전은행에서 특수 금융채를 발행하고 있다.

정부는 지속적으로 확대 재정 정책에 대한 의지를 드러내고 있다. 앞서 이야기한 인프라 투자 계획은 이미 정부 지출 계획에 어느 정도 반영되어 있다. 2016년 3월 전인대에서 중국 정부는 재정 적자 목표치를 GDP 대비 3.0%로 상향 조정하였다. 이는 정부가 확대 재정을 통해 어느 정도 경기의 하방 경직성을 확보하려는 의지로 해석된다.

많은 이들이 중국 정부의 지속적인 재정 적자 기록을 들어 추가 경기 부양에 대해 회의적인 시선을 드러낸다. 그러나 앞서 밝혔듯이 중국의 정부 부채는 지방 정부 부채를 포함해서 GDP 대비 약 54%로 여전히 낮은 수준에 머무르고 있다. 또한 정부는 아직 많은 대기 자금을 보유하고 있다. 도표 32에서 확인할 수 있듯이 중국의 재정 예금과 정부 관련 기관 예금은 지난 10년간 큰 규모로 증가하였다. 모두 합하면 약 25조 위안으로 GDP의 35% 정도로 추정된다. 이 자금은 주로 지방 정부의 토지 매각 대금이나 예산 불용 처분된 자금이 예금된 것으로서 아직 구체적인 사용 용도가 논의되지 않고 있다. 만약 필요하다면 중국 재정 건전성을 위하여 충분히 사용될 가능성이 있기 때문에 지속적인 적자에도 불구하고 중국 정부가 꾸준히 재정 정책을 펼 수 있는 여력을 제공한다.

조세 정책 개선도 재정 정책의 일면이다. 최근 중국은 전면적으로 영업세(매출 기준)를 증치세(이익 기준)로 전환한다고 발표하였다. 이에 대해 중국 정부는 '모든 업종의 세금 부담이 줄어들지만 증가하는 일은 없을 것'이라고 강조했다. 중국 기업의 조세 부담은 큰 편으로 사회 보장 기금, 환경 보호 기금 등을 포함하면 세전 이익의 50% 정도가 세금일 정도이다. 따라서 앞으로 중국 정부는 경기 부양을 위해 기업의 조세 부담을 경감시킬 수 있는 여지가 많은 상황이다.

#### 6.4. 일대일로

중국의 인프라 투자 계획은 비단 국내에만 한정되어 있는 것이 아니다. 새로운 성장 동력과 해외 영향력 확대 교두보로써 '일대일로(一帶一路)' 구상은 중국 정부에 큰 의미가 있다. 중국 서부와 중앙아시아, 나아가 러시아 유럽까지 연결하는 "실크로드 경제벨트"와 중국 남부와 동남아시아 나아가 인도 아프리카까지 연결하는 "21세기 해상 실크로드"를 포괄하는 이 구상은 주변국과의 '상호 연결과 상호 소통'을 강조한다. 이를 통해 낙후된 중국 서(남)부 지역과 접경국을 연결하는 도로, 철도, 전력망 등을 구축하여 주변국 경제성장에 기여함과 동시에 새로운 시장을 확보함으로써 국내 과잉 설비를 해소하고자 한다.

중앙 아시아와 동남 아시아는 과거의 중국과 같이 자본의 부족에 시달리고 있다. 이 국가들에 자본을 공급하고 인프라를 건설하면서 신성장 동력을 발견할 수 있다. 미국은 2차 세계대전 이후 마셜플랜을 통해 유럽 경기 부흥을 도움과 동시에 국내 잉여 생산력을 소화시키면서 성공적으로 국내 자본을 해외로 수출한 바 있다. 이는 곧 달러의 수출을 의미하고 이렇게 달러는 국제 통화로서의 위상을 공고히 할 수 있었다. 결국 마셜플랜은

미국이 주도한 브레튼우즈 체제를 공고히 하는 계기가 되었으며 이후 팩스 아메리카나의 든든한 지지기반이 되었다. 일대일로로 통해 중국도 비슷한 효과를 노리고 있다. 국제 통화로서 달러의 위력을 알고 있는 중국은 위안화의 국제화를 강력히 추진하고 있다. 일대일로로 통해 중국 기업들이 해외에 진출(走出去)하고 중국 자본이 해외로 수출된다면 이는 위안화의 국제화를 한층 더 용이하게 할 것이다.

경제적인 목적뿐만이 아니다. 중국은 일대일로로 통해 자원의 안정적 확보와 국외로의 세력 확대를 도모하고 있다. 지금까지 중국은 남중국해 봉쇄 등 유사시 외부와의 연결이 차단되는 단점이 있었다. 원유와 같은 에너지 조달에도 큰 문제가 있게 되었다. 일대일로로는 중앙아시아와 인도양을 통한 외부와의 연결 및 세력 확대를 통해 중국의 국가적 안보와 위상을 확립하려는 시도로 경제적 의미 이상을 가지고 있다.

도표 33

### 일대일로 관련 육로와 가스 파이프라인



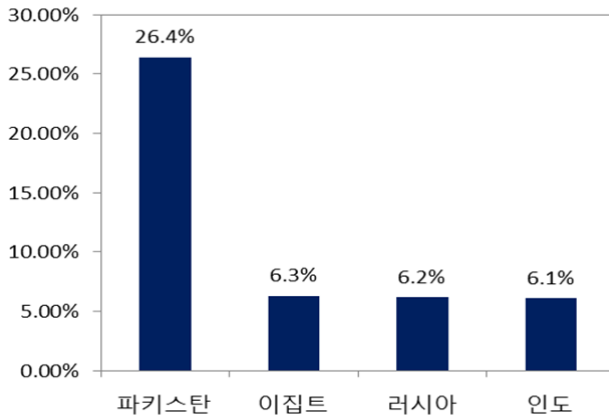
출처 : 뉴스 등을 바탕으로 직접 작성

중국의 2015년 일대일로 관련 국가와의 무역액은 9천 955억 달러로 이는 중국 무역 총액의 25%를 차지하는 금액이다. 일대일로 경로국들에 대한 중국 기업의 직접 투자액은 2015년보다 약 18% 증가하였다. 또한 이들의 대중국 투자액 또한 약 24% 늘어나 일대일로를 통한 양국 간 경제 협력이 현실화되고 있음을 확인할 수 있다.

중국은 고속철, 핵발전, 다리 건설 등에 있어 강점을 가지고 있다. 이미 국내 개발을 통해 많은 경험을 축적하였기 때문이다. 세계 최대 고속철 회사인 중국중차(中国中车)의 지난해 해외 매출은 전년 대비 67% 상승한 것으로 나타났다. 아직 해외 매출 절대액 자체는 크지 않지만 일대일로와 관련해서 현재의 방향성은 앞으로도 지속될 것으로 예상된다.

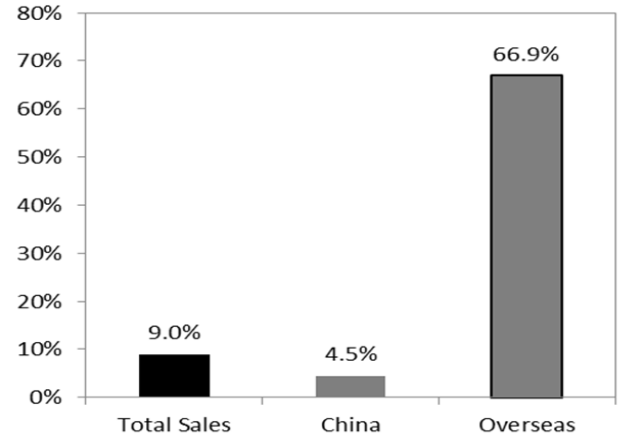
도표 34

일대일로 국가 상대 수출 성장세



출처 : 상무부, 인민망

중국중차 해외매출 증가



출처 : 中国中车股份有限公司

그렇다고 중국 혼자서 모든 프로젝트를 수행하려고 하지 않는다. AIIB나 ADB 등 기존의 플랫폼을 최대한 활용하여 다른 국가의 참여도 유도할 것으로 보인다. AIIB에는 한국을 포함해 영국, 프랑스, 독일 등 57개국이 참여하고 있다. 최근 AIIB가 첫 번째 투자 대상으로 파키스탄 고속도로 건설을 정했고 결국 이는 중국이 말하는 일대일로 사업의 일부이다. 일대일로는 비단 중국만의 기회나 리스크가 아니라 전세계가 참여하는 대규모 투자 기회가 될 수 있는 것이다.

“일대일로는 글로벌 은행에게 중요한 기회가 되고 있습니다. 이미 프로젝트들이 진행되고 있으며 인프라 쪽에 집중되어 있습니다. 국가 개발은행의 해외 대출이 늘어나고 있는 것을 보더라도 알 수 있습니다. 발전개혁위원회와 CDB에서 900여개의 프로젝트가 계획되어 있는 것으로 추정되고 있습니다.”

- HSBC 이코노미스트와의 미팅에서

“발전개혁위원회에 일대일로 담당 부서가 신설되었습니다. 매년 목표를 잡고 강하게 추진하고 있습니다. 그러나 자세한 내용은 여전히 비공개로 하고 있습니다. AIIB, 실크로드 펀드에 외환 보유고 자금이 투입되었고 실크로드 펀드를 통해 5개 (중동, 베트남, 태국 등)의 프로젝트가 진행되고 있습니다. 우선 인프라 건설을 도와주고 단계적으로 투자를 진행할 것입니다.”

- CITIC 이코노미스트와의 미팅에서, 이전 국무원과 NDRC에서 정책 담당

충칭시는 내륙 도시로서 서부 발전의 상징으로 여겨지고 있다. 충칭시의 사례를 바탕으로 일대일로가 중국 개발에 가지고 올 수 있는 긍정적 영향을 상상해볼 수 있다.

충칭시는 중국 4대 직할시 중 하나이자 중서부 내륙의 거점 도시로 인구는 3,300만 명이 넘고 면적은 남한 면적의 82%에 이를 정도로 큰 도시이다. 그럼에도 불구하고 충칭의 1분기 역내총생산(GDP)은 10.7%로 성장률이 갈수록 떨어지는 다른 지역과는 다르게 높은 성장률을 유지하고 있다.

지난해 충칭은 완성차 생산량(302만 대)에 있어 광저우를 제치고 중국 내 1위로 올라섰다. 한 때 세계의 공장 역할을 하다 임금 상승 등으로 성장세가 꺾인 동남부 연안 지역과는 달리 충칭은 여전히 제조업 경쟁력을 유지하고 있다. 전자 산업 단지에서는 노트북 OEM 생산이 활발하다. 전세계 노트북의 1/3을 충칭에서 생산하고 있다는 통계도 있다.

제조업 경쟁력을 유지하면서 첨단 산업으로의 도약 또한 노리고 있다. 마이크로소프트는 인터넷 사업 연구개발센터를 충칭에 설립하였다. 반면 철강 석탄 등 과잉 업종의 투자는 성공적으로 억제되어 중국 내 과잉 공급 문제는 크지 않다고 한다. 오히려 자동차 생산량 증가로 인해 철강 공급 부족을 걱정하고 있을 정도이다.

중국 동부 해안에서 1,000km 이상 떨어진 내륙 도시인 충칭이 이처럼 생산-물류 중심지로 도약할 수 있었던 데에는 유럽과의 연결성이 핵심 역할을 했다. 충칭의 환제춘 역에서 출발하는 위신어우 국제 화물열차는 14일만에 독일 뒤스부르크역에 도착한다. 카자흐스탄, 러시아, 벨라루스, 폴란드 등 6개국을 통과하지만 한 번의 세관 신고를 끝내면 6개국을 곧바로 통과할 수 있어 시간 단축이 가능하다. 충칭에서 만든 노트북 등 각종 수출품을 이 철도를 통해 유럽으로 보내지고 돌아올 때에는 자동차 부품과 패션 상품 등이 수입되어서 다시 중국 내부로 보내진다. 위신어우 유럽행 철도 운행 횟수는 2013년 35회에 불과했으나 2년이 지난 2015년에 156회로 증가하였고 2016년은 215회가 전망되는 등 발전이 지속되고 있다.

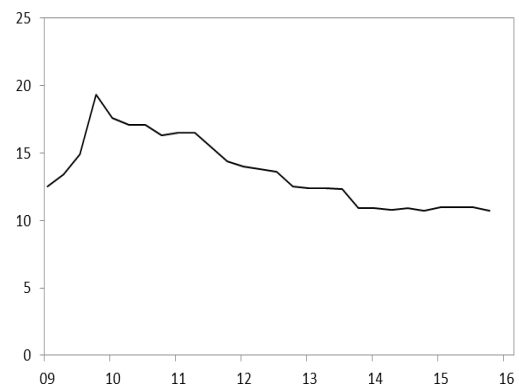
도표 35

충칭시 도심



출처 : 구글이미지 검색

충칭 실질 역내총생산 (GDP, %)



출처 : Statistical Information of Chongqing



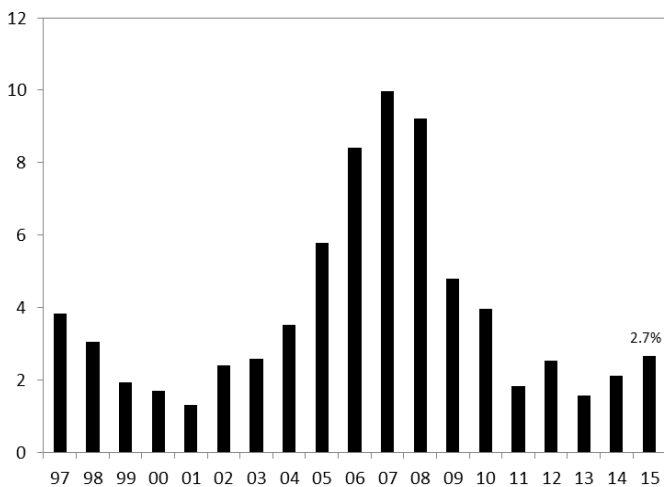
## 7. 대외 부분

무역은 중국 성장의 기반이었다. 값싼 생산 비용을 바탕으로 완성품을 조립하여 전 세계에 공급하는 역할을 오랫동안 담당하였고 이 모델은 성공적으로 중국의 경제 발전을 이끌었다. 최근 중국은 무역 중심의 경제에서 탈피해 내수와 소비 위주의 경제 구조로 변화하려고 시도하고 있지만 여전히 무역은 중국 경제에서 중요한 부분을 차지하고 있다. 중국의 지난 20년 동안의 경상 수지는 매년 큰 규모의 흑자를 달성하였는데 2000년대 중반의 경우 GDP 대비 10% 흑자를 기록하기도 하였다.

전세계 무역에서 중국이 차지하는 비중은 수출 기준으로 16%에 달하는 것으로 추정되고 있으며 이는 중국 경제가 글로벌 경제에 영향을 미치는 연결고리로 작용하고 있다. 특히 원자재 시장에서 중국의 역할은 상당하며 이것이 많은 원자재 수출국의 경기가 중국과 연동되는 이유이다.

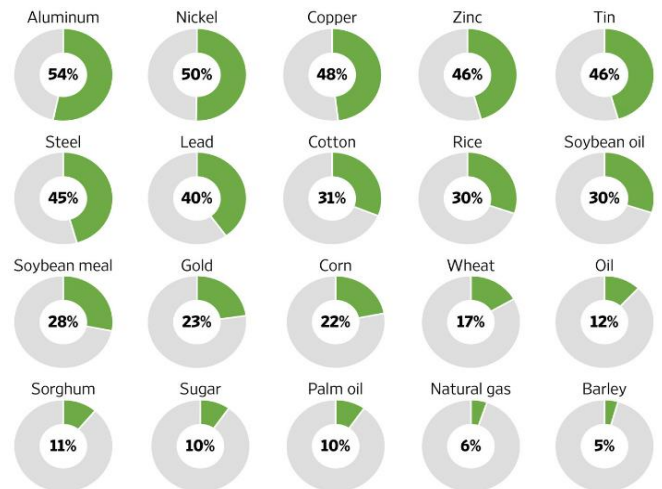
도표 36

중국 GDP 대비 경상 수지 추이 (%)



출처 : IMF

중국의 전세계 원자재 소비 비중



출처 : Wall Street Journal

중국의 경상 수지 흑자 추세는 유지되고 있지만 최근의 흑자는 수출이 수입보다 더 감소하여 발생한 불황형 흑자로서 내용상 좋은 상황은 아니다. 달러 기준 중국의 수입은 2016년 4월 전년 대비 10.9% 감소하였다. 그러나 이는 단지 중국 국내 수요가 나빠다는 것을 의미하지 않는다. 중국의 수입은 곧 수출을 위한 원재료 수입일 경우가 많기 때문에 중국 수입 감소는 전세계 총 수요 감소를 나타내는 것이다. 중국의 수출입 부진은 비단 중국만의 문제가 아닌 것이다.

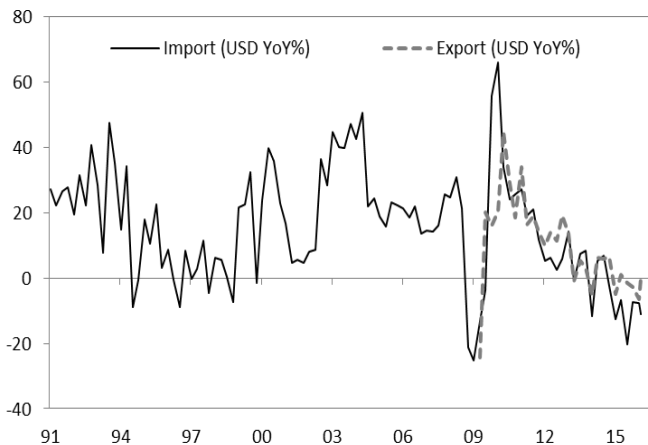
최근 중국의 외국인직접투자액(FDI)에서도 순유출이 발생한 것으로 발표되었다. 2000년 이후 지속적인 외국인직접투자 순유입을 경험했던 중국으로서는 흔하지 않은 일이라는



하지만 2016년 초 있었던 금융 시장 불안과 해외 자본 유출을 생각해보았을 때 앞으로 외국인 직접투자의 향방은 아직 좀 더 지켜보아야 할 것으로 보인다. 앞으로 외국인 직접투자는 지속될 것으로 예상하지만 중국이 축적한 자본을 바탕으로 해외 직접 투자하는 규모도 커질 것으로 보인다. 일대일로가 성과를 보인다면 이는 더욱 확대될 것이다.

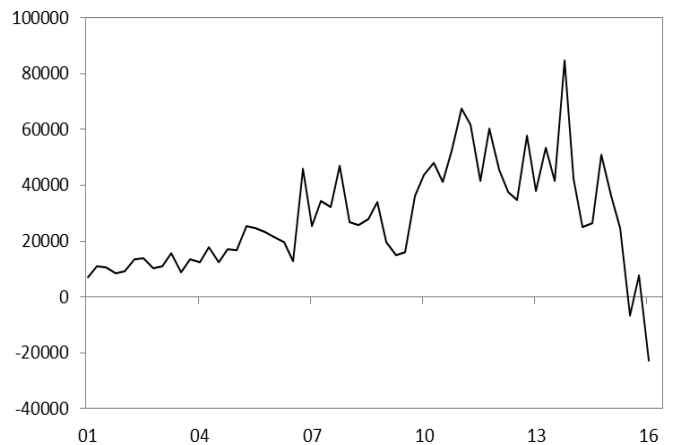
도표 37

수출, 수입 성장률



출처 : Customs General Administration PRC

중국 BOP 외국인직접투자 순유입액 (백만 USD)



출처 : National Bureau of Statistics of China

2015년 Balance of Payment

중국 2015년 Balance of Payment (Bil \$)	Debit (-)	Credit (+)	Balance
<b>경상수지</b>			312.1
상품수지	1,682.1	2,276.6	594.5
서비스수지	468.9	286.5	(182.4)
본원소득수지	273.2	227.8	(45.4)
임금			27.4
투자 소득			(73.4)
이전소득수지			(8.7)
<b>자본금융계정</b>			(142.4)
자본수지	0.2	0.5	0.3
금융계정			(142.7)
직접투자			62.1
증권투자			(66.5)
파생금융상품			
기타투자			(479.1)
준비자산			342.9
<b>오차 및 누락</b>			(188.2)

출처 : National Bureau of Statistics of China

중국 무역 상대국 (십억 USD)

총합	수입	수출
미국	626.7	481.9
홍콩	313.5	305.3
일본	303.3	160.6
한국	264.5	90.2
독일	164.1	77.0
호주	116.0	76.6
베트남	96.8	73.5
말레이시아	82.0	73.0
멕시코	87.1	62.5

출처 : Bloomberg

## 8. 결론

중국은 우리와 다른 정치 시스템을 가지고 있는 나라이다. 그렇기 때문에 그들의 경제도 다른 방식으로 이해할 필요가 있다. 중국 공산당은 수 십 년간 중국을 성공적으로 운영해왔고 현재 정치적 안정성은 다른 어느 나라와 비교해보아도 우수한 수준이다. 공산당의 국가 운영 전략과 전술을 이해하는 것이 중국 이해의 핵심이라고 판단한다. 현재 공산당은 성장과 개혁 속에서 딜레마에 빠져 있으며 한 동안 성장과 개혁 한 쪽을 선택하지 못한 채 두 개의 목표를 동시에 추구하는 모습을 보일 것이다. 그에 따라 중국 경제도 과열과 냉각을 반복할 것이다.

또 중국은 큰 나라이다. 단순히 인구나 국토 면적에서뿐만 아니라 이제는 경제적으로도 큰 나라가 되었다. 때문에 중국 경제 상황이 글로벌 경제에 미치는 함의가 크다. 그 동안 눈부신 발전으로 전세계 성장 동력으로 작용했던 중국에서 위기가 발생할지 많은 우려가 있는 것은 사실이다. 금융위기를 극복하는 과정 중에 중국 경제의 레버리지는 상승하였고 내부의 리스크는 커졌기 때문이다. 공급측 개혁이 해답이 될 수 있기는 하지만 이는 다시 성장에 부정적 영향을 끼치면서 과거와 같은 급진적인 개혁을 하기 어렵게 한다. 중국의 성장이 꺼진다면 전 세계 경제에도 절대로 좋은 소식은 아니다. 많은 이들이 중국 경제 경착륙을 우려하는 이유이다.

최근 중국 경제의 부채 규모에 대한 우려가 많다. 그럼에도 불구하고 중국은 부채 문제를 관리할 수 있는 많은 대안을 보유하고 있다. 높은 부채 수준을 위기로 발현시킬 촉매도 아직은 부재한 상황이다. 중국 정부는 상황을 주시하고 있으며 유사시 막대한 자금력을 동원할 능력 또한 있다.

무엇보다도 중국은 새로운 성장 동력 발굴에 절실한 상황이다. 낮아지는 성장률을 반전시킬 수 있는 방안은 새로운 성장 동력 발견을 통한 생산성 향상뿐이기 때문이다. 소비 위주의 경제 체질 개선을 노리고 있으며 제조업에 있어 첨단 산업 육성 등을 시도하고 있다. 중국의 풍부한 노동력과 막대한 자본력은 해당 목표 달성에 긍정적으로 작용할 것이다.

한동안 중국은 전면적 통화 정책을 지양할 것으로 예상된다. 원하지 않은 부분에 유동성이 공급되는 부작용을 피하기 위해서이다. 대신 원하는 곳에 자금을 공급하는 보다 세밀한 통화 정책을 시행할 것으로 예상된다. 외환에 있어서도 환율의 안정성을 우선하고 있으며 급격한 통화 절하와 절상은 원하지 않을 것으로 보인다. 재정 정책은 성장률 목표 달성을 위해 2016년 공격적으로 감행될 것으로 예상된다. 일대일로와 같은 국제적인 투자 계획도 안정적으로 진행될 것이다.

과거 미국이 그랬고 일본이 그랬듯이 중국은 경제 대국으로서 성장하는 과정 중에 있다. 이 과정에서 약간의 난기류를 만날 수는 있으나 그것이 추세를 이탈시킬 정도는 아니다. 중국은 아직 전세계에 큰 성장 기회를 제공하고 있다.

<Appendix>

중국 개략적 대차대조표 (as of Mar. 2016)					
Assets			Liabilities and Equity		
	Rmb trn	% of GDP		Rmb trn	% of GDP
<b>Physical assets</b>			<b>Debt</b>		
Land			Central govt. Bond	10.1	14.8%
Buildings			Local Govt. bond	5.7	8.3%
Resources			Corporate loans	71.9	104.7%
.....			Entrusted loans	11.6	16.8%
			Trust loans	5.6	8.2%
			Banker's acceptance bills	5.6	8.2%
			Corporate bonds	15.9	23.1%
			<b>Subtotal</b>	126.5	184.0%
			Household loans	28.3	41.2%
			<b>Total</b>	154.8	225.2%
<b>Cash and cash equivalents</b>			<b>Listed companies' equity</b>		
Fical deposits	3.6	5.3%	A-share market cap	45.9	66.8%
Public institutional deposits	21.4	31.2%	H-share market cap	11	16.0%
Subtotal	25.1	36.5%	Overseas listed companies' market	3	4.4%
Foreign reserves	20.9	30.4%			
<b>Total</b>	46	66.9%	<b>Total</b>	59.9	87.2%
<b>Other assets</b>			<b>Non-listed companies equity</b>		
...			...		

출처 : CEIC, CICC



상해 전경