



## 관리 체계로 전환하고 있는 중국의 경제정책

### 1. 중국의 긴축 우려 속 변화하는 모습들

- 인민은행은 대출우대금리(LPR)를 동결. 긴축 우려가 발생하고 있지만 현재 부진한 경제지표는 인민은행의 통화정책의 빠른 전환을 제한
- 중국의 소비자물가는 2월개월 연속으로 전년대비 하락세. 2월 조사 실업률은 전월대비 +0.3%p 상승하면서 최근 경기 회복세가 둔화된 모습
- 인민은행은 1월부터 지난 13일까지 공개시장 조작을 통해 4,700억위안 유동성을 순회수. 인민은행이 올해 들어 계속해서 유동성 공급을 축소

### 2. 응자 시장에서 확인된, 긴축 우려감

- 2월 중국의 사회응자총액은 +13.3% 증가. 세부항목을 살펴보면, 사회응자 시장에서 느끼는 긴축에 대한 우려감이 반영. 은행인수어음과 같은 그림자 금융 분류에 들어가는 대출이 전년대비 +32.0% 급증
- 중국의 긴축 우려가 나타남에 따라, 통상적 응자항목에서 현금 유통이 원활하게 이루어지지 않고 있고, 비할인 은행인수어음 같은 그림자 금융 항목에서 응자가 증가한 것으로 짐작

### 3. 관리 체계로 전환하고 있는 중국의 정책 스탠스

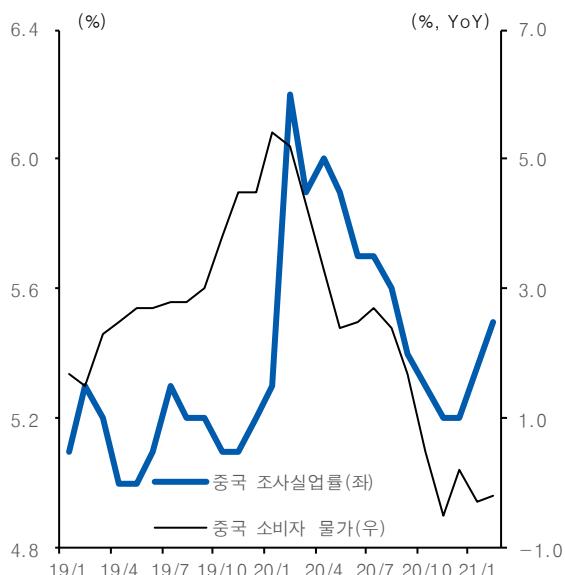
- 양회에서는 GDP 대비 재정적자 목표를 지난해 3.6%에서 올해는 3.2%로 제시. 올해는 거시 건전성 관리에 정책 주안점을 두고 있음
- 3~4월 만기가 도래하는 회사채 규모는 연중 최고 수준. 중국은 부실기업 디폴트 관리와 부채규모 축소, 두가지 목표를 달성해야 함
- 디폴트 관리 과정에서 시장에서는 완화적인 부분을 기대할 수 있지만 부채 관리 측면에서는 완화적인 스탠스를 기대할 수 없음. 따라서 시장의 기대와 미스 매칭이 발생할 것이고, 이 과정 속에서 시장참여자들이 느끼는 불편함은 지속될 것으로 보임

## 1. 중국의 긴축 우려 속 변화하는 모습들

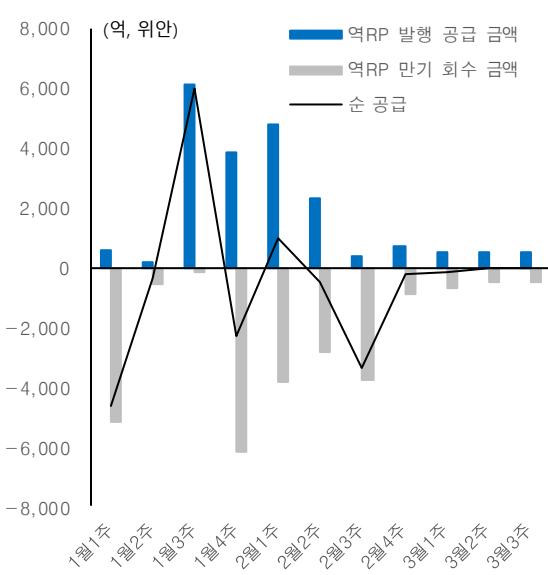
중국의 인민은행은 사실상 기준금리 역할을 하고 있는 대출우대금리(LPR)를 동결했다. 1년 만기 LPR은 연 3.85%, 5년 만기는 LPR은 연 4.65%로 지난해 4월 각각 20bp 씩 인하한 이후 이달까지 11월 연속 동결하였다. 중국의 통화정책이 올해 긴축에 들어갈 것이란 전망이 지속적으로 제기되는 가운데, 현재 중국의 경제지표 동향은 긍정적이지 않다. 중국의 소비자물가는 올해 들어 2월개월 연속으로 전년대비 하락세를 보이고 있으며, 근원물가는 보합 수준을 기록하며 인플레이션 압력이 부진한 상태이다. 또한 2월 조사 실업률은 전월대비 +0.3%p 상승하면서 최근 경기 회복세가 둔화된 측면도 인민은행의 통화정책의 빠른 전환을 제한 하고 있다.

하지만 통화정책의 기조 전환에 대한 우려감은 쉽게 해소되기 힘들 것으로 보인다. 인민은행이 올해 들어 계속해서 유동성 공급을 축소하고 있기 때문이다. 인민은행은 1월부터 지난 13일까지 공개시장 조작을 통해 4,700억위안 유동성을 순회수 했다. 지난주에도 인민은행은 지난주 공개시장조작을 통해 100억 위안 규모의 역RP를 매입하여 시중에 유동성을 공급하였다. 하지만 만기 물량이 100억 위안 수준이었다는 점을 고려해 보면 유동성의 순 공급은 발생하지 않은 것으로 볼 수 있다. 인민은행 당국자들의 발언을 미뤄봤을 때 선부른 긴축이 발생하지는 않을 것으로 보이지만, 중국의 통화정책 스탠스는 바뀌고 있는 것으로 보인다.

[차트1] 중국 실업률과 인플레이션 압력은 긍정적이지 못한 상황. 인민은행의 통화정책 방향성 전환에 제약 요인.



[차트2] 연초 이후 인민은행의 공개시장 조작을 통한 유동성의 순공급은 발생하지 않음.



자료: 중국 인민은행, 국가통계국, 유안티증권 리서치센터



## 2. 융자 시장에서 확인된, 긴축 우려감

중국이 통화정책 스템스가 변화하는 조짐이 관찰되고 있지만 당장에 긴축으로 선회하는 것으로 보이진 않는다. 2월 중국의 헤드라인 통화지표를 살펴보면, M2는 전년대비 +10.1%, 사회용자총액은 +13.3% 증가하였다. 1월 증감률(각각 9.4%, 13.0%)과 전망치를 상회하며, 헤드라인만 살펴보면 현재 꾸준하게 발생하고 있는 긴축 우려에 일정부분 안도감을 줄 수 있는 내용이다. 하지만 세부항목을 살펴보면 시장에서 느끼는 긴축에 대한 우려감이 반영되어 있는 모습이다.

특징적인 부분으로 비할인 은행인수어음과 같은 그림자 금융 분류에 들어가는 대출이 전년대비 +32.0% 급증한 부분이다. 물론 변동성이 있는 항목이고, 지난해 역기저효과가 존재했다는 점도 무시할 수 없지만, 2월 지표에서는 역기저폭을 훨씬 넘는 증가율을 보였다. 비할인 은행인수어음은 그림자 금융 축소로 인해 최근 5년간 전체 사회용자에서 차지하는 비중이 축소되어 왔다. 현재도 1.4% 수준으로 큰 비중은 아니지만, 지난 2월에 급증한 부분은 춘절을 앞둔 현금 수요를 고려해도 특징적인 점이라 볼 수 있다. 중국의 긴축 우려가 나타남에 따라, 통상적인 융자항목에서 현금 유통이 원활하게 이루어지지 않고 있고, 비할인 은행인수어음 같은 그림자 금융에서 융자가 증가한 것으로 짐작할 수 있다. 결국 중국 융자 시장에서 느끼는 긴축 우려를 체감하는 결과로 볼 수 있다.

[차트3] 저량(stock) 관점에서 중국의 2월 통화지표와 사회  
용자지표는 긴축 우려에도 불구하고 증가한 것으로 확인.



[차트4] 비할인 은행인수어음과 같은 그림자 금융 항목에서  
융자 증가. 현금 유통이 원활하지 않은 점을 반영하는 결과.



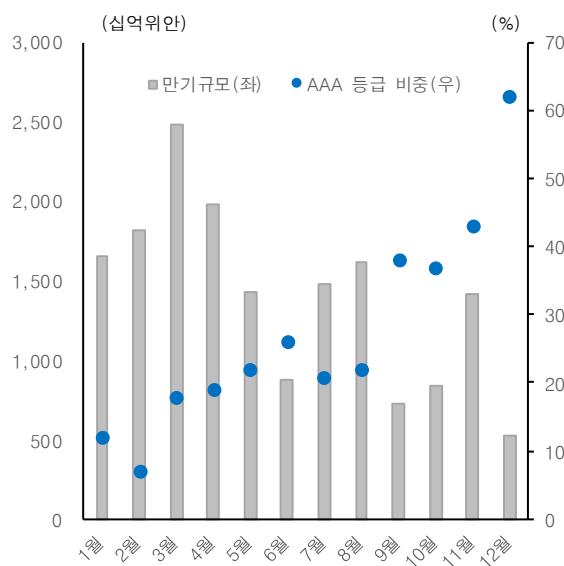
자료: 중국 인민은행, 유안티증권 리서치센터

### 3. 관리 체계로 전환하고 있는 중국의 정책 스탠스

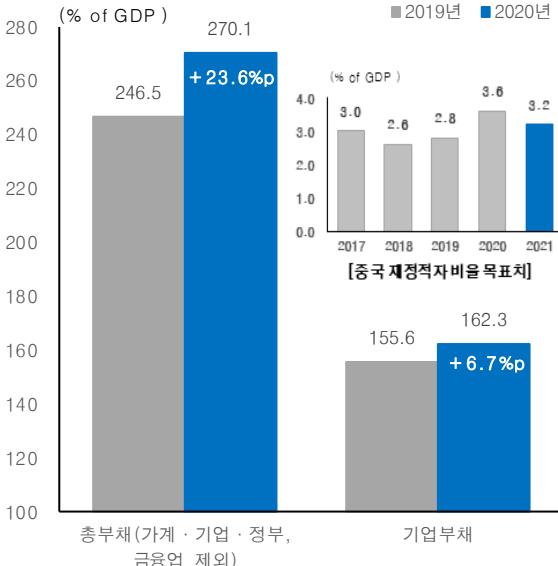
지난해 말 발생한 중국 국영기업의 디폴트 사태는 중국이 당국이 재정 건전성을 중요시하고 있다는 측면을 보여주는 사건으로 볼 수 있다. 과거에는 중국 국유기업에 디폴트 리스크가 발생할 경우 중앙정부가 구제 해주거나 부채상환을 연기해주었으나, 현재는 한계기업을 퇴출함으로써 중국 내 거시 건전성을 개선하고자 하고 있다. 일반적으로 AAA 급 회사채에서 디폴트 발생할 확률은 제일 작다. 중국의 AAA 등급 회사채 만기 비중은 3~4월에 제일 낮은 반면, 신용등급 낮은 회사채들은 동 기간에 만기 비중이 높다. 중국 당국은 현재 시스템 적인 리스크 확대를 차단 하기 위한 행동보다는 오히려 불법 대출의 조기 상환을 촉구 등 건전성 개선에 주안점을 두고 있다. 물론 중국 정부도 당장에 긴축으로 선회하여 디폴트의 시스템적 전이를 바라지는 않겠지만 채권시장의 만기 상황을 지켜본 뒤 스탠스가 점진적으로 바뀔 가능성을 배제할 수 없다.

중국의 GDP 대비 부채 비율은 지난해 말 270.1%로 19년 대비 23.6%p 상승했다. 양회에서는 GDP 대비 재정적자 목표를 지난해 3.6%에서 올해는 3.2%로 제시하며, 올해는 거시 건전성 관리에 정책 주안점을 두고 있다. 중국은 디폴트 관리와 부채규모 축소 등 두가지 목표를 달성해야한다. 디폴트 관리 과정에서 시장에서는 완화적인 부분을 기대할 수 있지만 부채 관리 측면에서는 완화적인 스탠스를 기대할 수 없다. 따라서 시장의 기대와 미스 매칭이 발생할 것이고 이 과정 속에서 불편함은 지속될 것으로 보인다.

[차트5] 3~4월 회사채 만기 규모는 연중 가장 많은 수준.  
신용등급 낮은 회사채들은 동 기간에 만기 비중이 높음.



[차트6] 지난해 급증한 부채를 통제해 거시 건전성 관리에  
주안점을 목표로 하는 중국.



자료: Wind, 중국 국가금융발전시험실(NFID), 유안티증권 리서치센터