20180528

SK
MACRO
ANALYSIS

Red Hulk

중국부채: 하이난에서 시작된 나비효과

자산전략. 김효진, 3773-9956
에너지·화학. 손지우, 3773-8827
연구원. 김수정 , 3773-8893

SK증권

SK
INDUSTRY
Analysis

SK securities

Analyst
김효진
hyokim@sk.com
02-3773-9956

Analyst
손지우
jwshon@sk.com
02-3773-8827

R.A
김수정
soojungkim@sk.com
02-3773-8893

Red Hulk

2018-05-28

중국부채: 하이난에서 시작된 나비효과

금리인상 트렌드와 동반하여 위기감이 고조되는 분야가 중국 기업부채다. 관련해서 이미 하이난 그룹이 과도한 M&A 와 부정/비리 의혹으로 화두에 올라있는데, 궁극적으로 위기의 칼 끝은 공기업 부채까지 향할 것이다. 다만 이 문제로 중국이 맥없이 무너지리라 생각하면 오산이다. 의외의 결론이지만, 그들은 해외자산 매각과 거대기업(Red Hulk) 탄생을 통해 이를 극복하려 할 것이다. 이럴 경우 오히려 기타 분야 혹은 국가에서 예상치 못한 위기가 터질 수 있다. 하이난 그룹에서 시작된 나비효과처럼 말이다.

Leverage Cycle 을 꺼내볼 시간

글로벌 중앙은행은 디플레와의 싸움에서 승리했지만, 너무 많은 부채를 용인했다. 관건은 금리가 오르고 있다는 점이다. 금리가 오른다는 것은 빚의 값이 비싸지는 것을 의미한다. 적어도 올해 말까지 강세장의 연장을 전망하지만 노이즈는 우리를 괴롭힐 것이다. 부채가 가장 많이 늘어난 곳에서 탈이 나게 마련이다. 부채 데이터를 Break-Down 해보면 국가별로는 중국, 주체별로는 기업, 합해보면 중국의 기업이 앞으로 집중적으로 점검해야 할 대상이다.

중국부채의 trigger 는 하이난 그룹

통상 거시경제의 위기는 과도한 부채에서 시작되고, Charles Kindleberger 의 분석에 따르면 그러한 부채 문제는 반드시 부정/비리가 수반되어 발생한다. 이 키워드를 모두 연결하는 것이 하이난 그룹 사태다. 그들은 지난 3 년간 과도한 M&A 를 무차별적으로 단행하며 작금의 문제를 발생시켰다. 그러나 더 큰 고민은 이와 같은 부채 부담은 민영기업인 하이난 그룹보다 국영기업(SOE), 그 중에서도 소재/산업재에 더 크게 축적되어 있다는 것이다. 그렇다면 중국은 이대로 위기에서 쓰러지고 끝이 날까? 우리의 분석결과는 그렇지 않다. 중국은 나름대로의 훌륭한 해결책을 보유하고 있다.

가장 약한 고리는 중국이 아니다.

중국 지방정부부채, 국유기업부채, 그림자 금융와 지방정부투자기관 등은 어느 하나 만만치 않다. 문제가 말끔히 해결되기를 기대하기 어렵지만, 중국은 외채 규모, 저축률 등을 다른 국가들과 비교하면 비교할수록 건강하다. 중국은 경제 규모가 커지며 해외 투자에도 적극적이었다. 오히려 중국이 투자한 대상이 약한 고리가 될 수 있다는 판단이다. 산업별로 중국이 가장 많이 투자한 분야이며, 09 년 이후 가장 아웃퍼폼했던 자산인 부동산이 약한 고리가 될 것이다. 향후 글로벌 부동산 가격을 주식 약세장 진입의 시그널로 주시할 필요가 있다.

중국판 레드헐크(Red Hulk)의 탄생

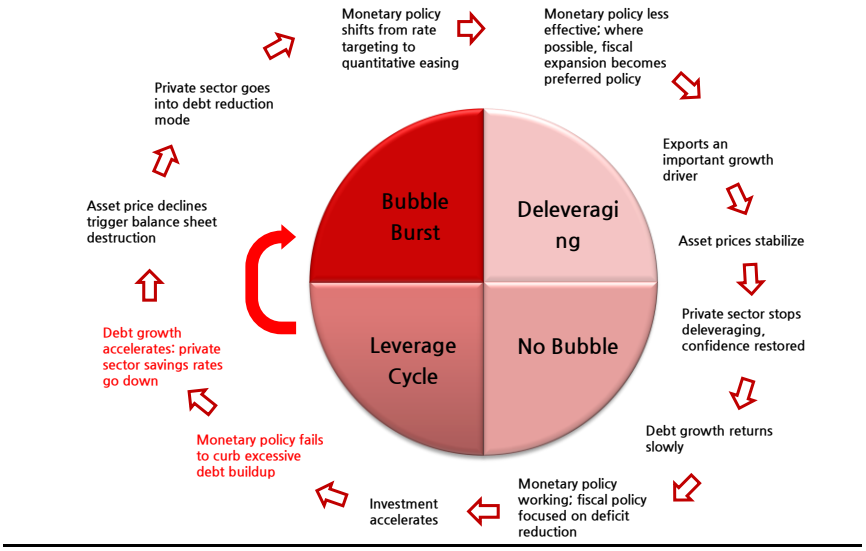
중국은 심각한 공급과잉에 대한 해결책으로 구조조정이 아닌 더 크고 강하며 효율적인 레드헐크의 탄생을 선택했다. 시작은 철강산업에서 매머드급 합병으로 조성된 바오우스틸이었다. 흥미로운 것은 이들의 성공적 합병 과정 중 글로벌 철강산업에서 부침이 발생했고, 차후에도 중국 중심의 지각변동이 불가피하다는 부분이다. 결국 중국의 산업 위기가 해외로 전이가 된 셈이다. 그런데 이와 같은 레드헐크는 조선, 유틸, 화학에서도 탄생이 예정되어 있다. 강 건너 불구경만 할 수 없는 섹터들이다.

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

Investment Summary

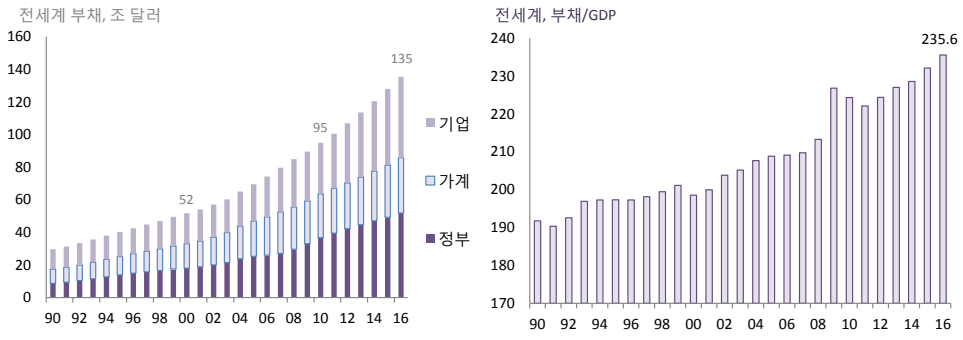
Part Ⅰ. Why HNA?

그림 1. Debt Cycle : Deleveraging → No Bubble → Leverage Cycle → Bubble Burst



자료 : SG Cross Asset Research Economics, SK 증권

그림 2. 디플레를 막기 위한 양적완화의 목적은 빚을 늘리는 것이다. 그런데 늘어도 너무 늘었다.

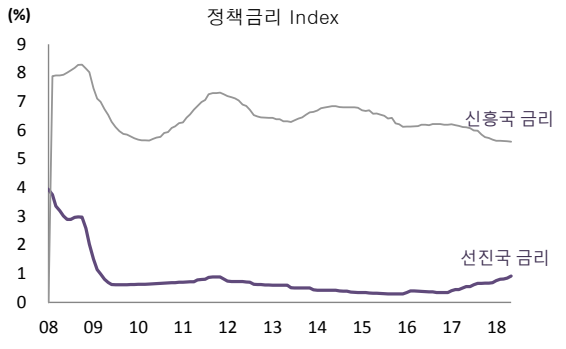


자료 : IMF, SK 증권

레버리지 사이클을 꺼내볼 시간이 왔다
부채는 늘어도 너무 늘었고, 금리는 저점 대비 두배 이상이 올랐다
금리가 오른다는 것은 빚의 값이 비싸지는 것을 의미한다

적어도 올해 말까지 강세장의 연장을 전망하나 노이즈 확대는 벌써 시작되었다

그림 3. 금리가 오른다는 것은 빚의 값이 비싸지는 것을 의미한다

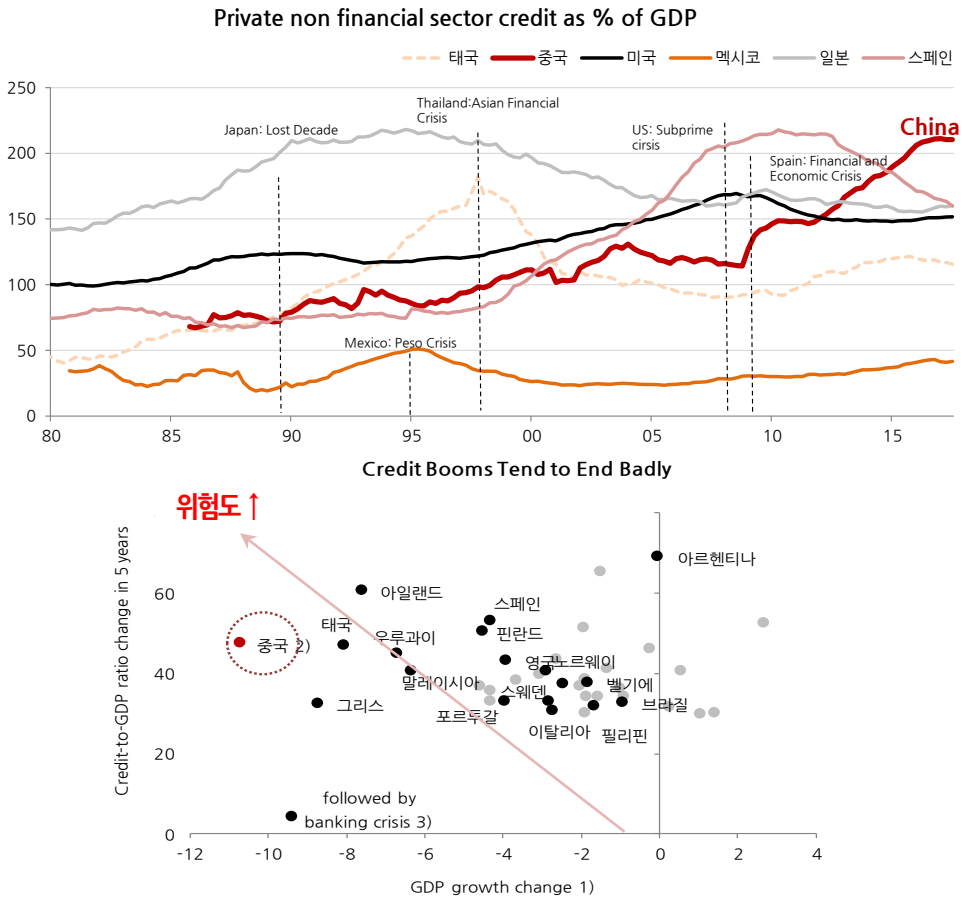


자료 : Bloomberg, SK 증권

부채가 가장 많이 늘어난 곳에서 탈이 나게 마련이다. 일본, 멕시코, 태국, 미국 등 부채가 빠르게 늘어난 국가들의 다음 순서는 경기 침체였다. 예외는 없었다는 점이 무섭게 느껴질 정도이다

부채 구조를 뜯어보면 국가별로는 중국이, 주체별로는 기업의 부채 증가가 두드러진다. 중국의 기업부채가 다음 경제 위기의 트리거가 될 것이라고 경고의 목소리를 높이는 것도 무리는 아니다

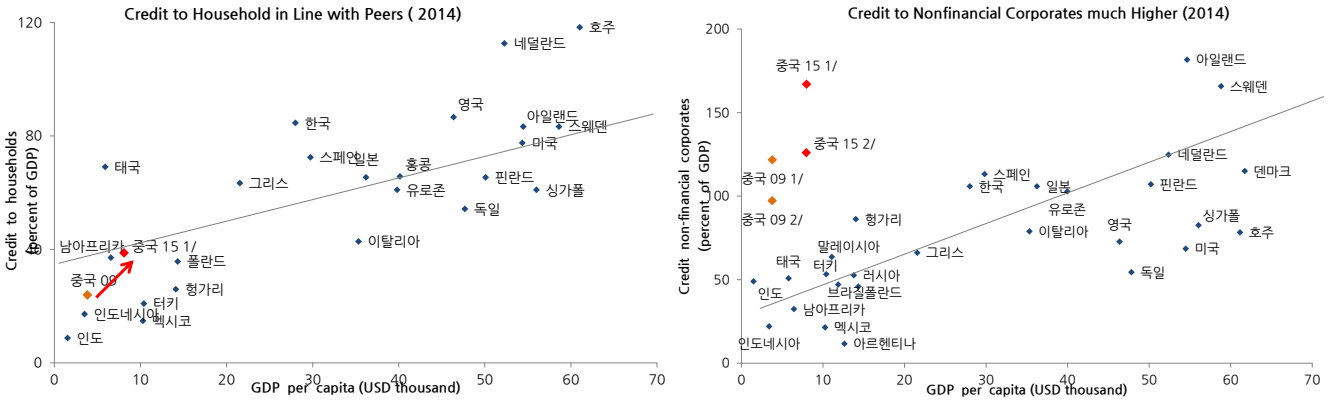
그림 4. GDP 성장률이 둔화되는 가운데 부채 부담이 높아졌던 국가들은 금융위기를 겪었다. 중국의 숫자는 그 중에서도 나쁜 쪽에 속한다.



자료 : IMF "Resolving China's Corporate Debt Problem"

주: 1/ Average growth differential between 5 year post boom and 5 year pre-boom periods, 2/ No growth change as China's boom has not ended, 3/ Banking crisis is identified following Laeven and Valencia (2012))

그림 5. 빚도 빚인데 기업부채가 많다



자료 : BIS, IMF Staff Calculations, CSIS (Center for Strategic & International Studies), SK 증권

주: 1/ Calculated as total social financing minus equity and household loans, 2/ Calculated as total social financing minus equity, LGFV borrowing and household loans

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

이미 노이즈는 꽤 있었다

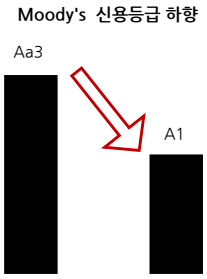
중국 정부의 스탠스 역시 변화하고 있다. 시진핑은 기업부채 축소를 최우선 과제로 내세웠다. 저오샤오촨 역시 기업부채의 위험을 경고하고 나섰다

중국의 스탠스 변화와 글로벌 금리 상승이 더해지며 중국 부채 문제는 이제 정말로 수면 위로 올라온 셈이다

그림 6. IMF, BIS 에서 중국 부채에 대한 경고의 목소리는 매우 높다.

"Global debt is at historic highs, reaching the record peak of US$164 trillion in 2016, equivalent to 225 percent of global GDP. The world is now 12 percent of GDP deeper in debt that the previous peak in 2009, with China as a driving force"

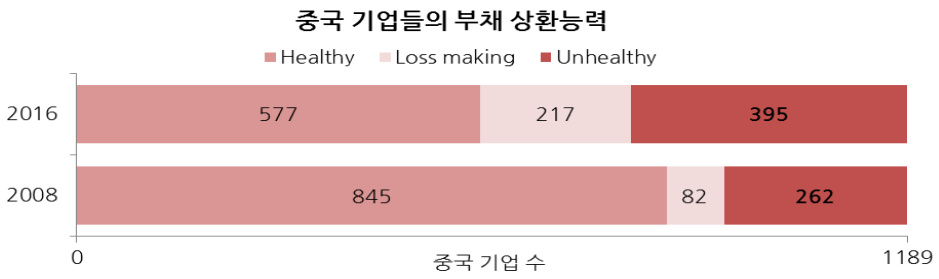
▪ IMF Fiscal Monitor April 2018



2017 년 5 월 24 일 신용 평가사 무디스는 중국의 신용등급을 하향했다. 무디스는 중국의 성장세 둔화와 부채 증가에 따른 재무 건전성 악화를 우려하면서 신용등급을 하향 조정했다.

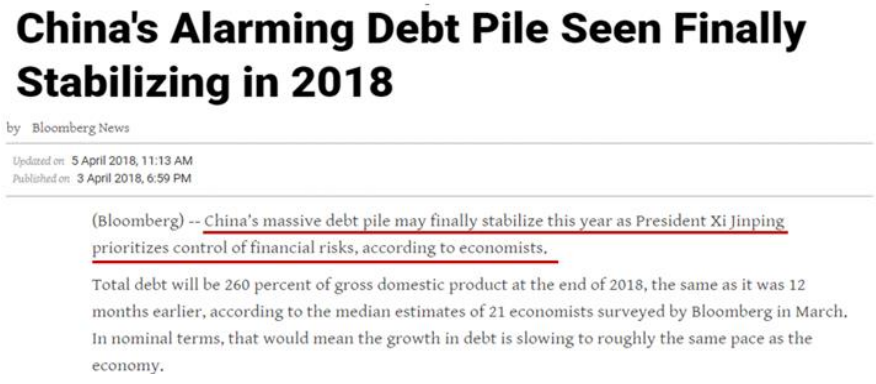
자료 : http://fingfx.thomsonreuters.com/gfx/mgs/CHINA-DEBT-GRAPHIC/0100315H2LG/, SK 증권

그림 7. 중국 내부에서도 경고의 목소리는 높다. 해통증권에 따르면 손실발생 및 위험 기업의 비율은 2008 년 대비 2 배 가량 늘어났다



자료 : http://fingfx.thomsonreuters.com/gfx/mgs/CHINA-DEBT-GRAPHIC/0100315H2LG/, SK 증권

그림 8. 시진핑 주석은 금융 리스크 건전화 정책을 우선시 하고 있다.



China's Alarming Debt Pile Seen Finally Stabilizing in 2018

by Bloomberg News

Updated on 5 April 2018, 11:13 AM
Published on 3 April 2018, 6:59 PM

(Bloomberg) -- China's massive debt pile may finally stabilize this year as President Xi Jinping prioritizes control of financial risks, according to economists.

Total debt will be 260 percent of gross domestic product at the end of 2018, the same as it was 12 months earlier, according to the median estimates of 21 economists surveyed by Bloomberg in March. In nominal terms, that would mean the growth in debt is slowing to roughly the same pace as the economy.

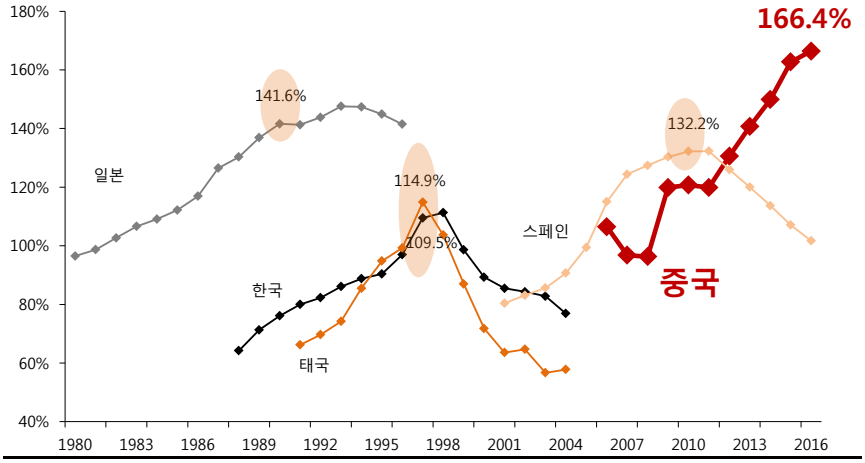
자료 : https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-04-03/china-s-alarming-debt-pile-seen-finally-stabilizing-this-year,

중국 부채 중에서도 가장 위험한 분야는 단연 기업부채다. 그들의 기업부채는 과거 경제위기 국가들의 수준을 꽤나 큰 폭으로 넘어섰다

그렇다면 중국의 기업부채 현황을 단적으로 잘 보여주는 기업은 어디일까. 바로 하이난 그룹이다. 이들은 놀랍게도 전 세계에서 금융비용이 무려 6 번째로 많은 기업이다. 게다가 임박한 채권 만기부담도 높아 최근 이슈가 되고 있다

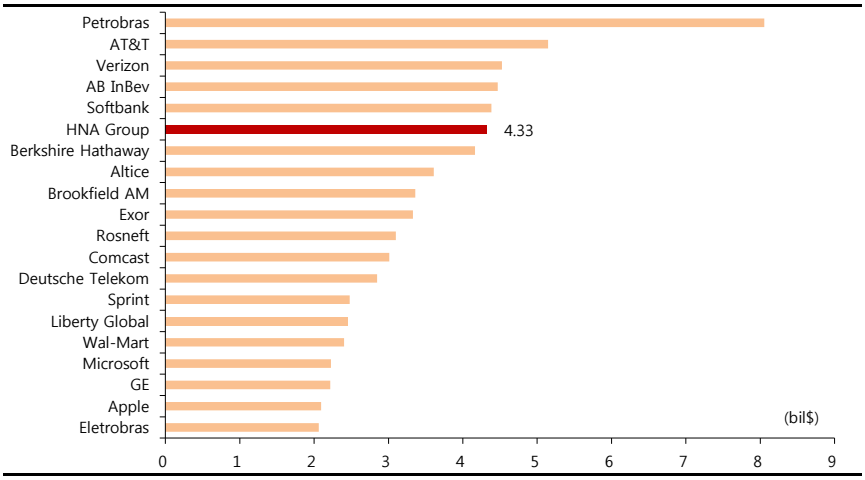
Part Ⅱ. 중국부채 위기의 신호탄, 하이난그룹(HNA)

그림 9. BIS 기업부채비율은 이미 과거 위험국가들의 수준을 넘어선 중국



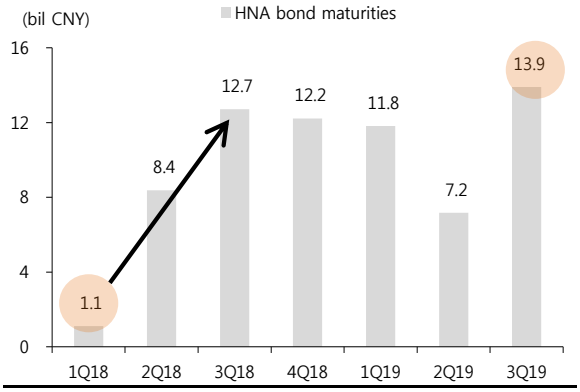
자료 : BIS, SK 증권

그림 10. 2017 년 8 월 기준, 직전 12 개월 금융비용에 있어서 하이난 그룹은 무려 글로벌 6 위



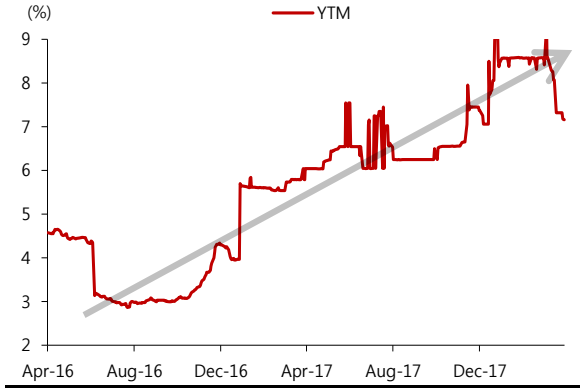
자료 : BIS, SK 증권

그림 11. 하이난의 만기채권은 1Q18 이 가장 적음, 갈수록 급증세임



자료 : Bloomberg, SK 증권

그림 12. 2019 년 3 월 만기 채권 yield 는 2017 년부터 급격히 상승

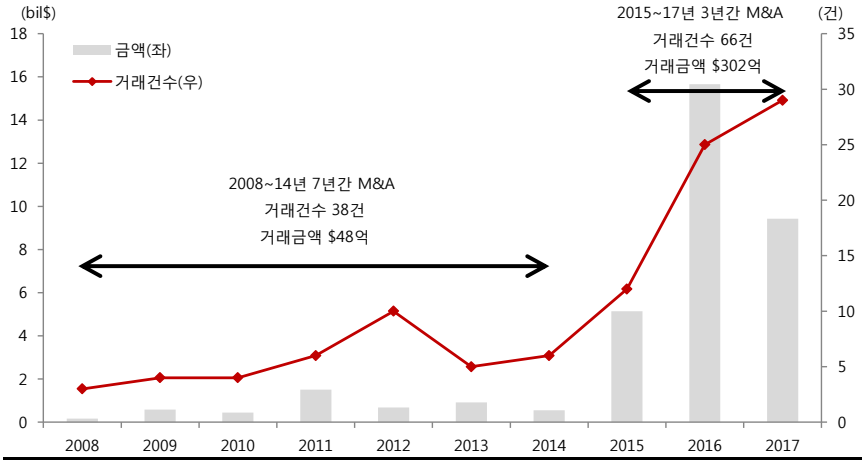


자료 : Bloomberg, SK 증권

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

이렇게 부채부담이 높아진 것에는 지난 몇 년 간 정부의 비호 아래 말도 안 되는 수준의 M&A 를 진행한 것이 있다. 최근들어 이와 관련한 부정/비리 들이 대폭 드러나고 있는데, 과거 Kindelberger 가 이야기했던 '버블붕괴는 부패와 동반한다'는 말이 떠오른다

그림 13. 하이난 그룹의 2015~17 년 3 년간 M&A 규모 $302 억은 직전 7 년의 $48 억 대비 6 배



자료 : Bloomberg, SK 증권

중국 비리 까발리는 '핵폭탄 입' 궈원구이 美 망명 성사될까

궈가 미국에 망명을 신청하는 이유는 안전 때문이다. 그도 그럴 것이 지난 몇 개월 간 궈는 중국 지도부의 치부를 연달아 폭로해 왔다. "나는 안전부와 공안부의 부탁으로 부패 관료의 해외 재산을 뒷조사하는 임무를 해 왔다. (시 주석의 지시를 받은) 푸정화 공안부 부부장이 왕치산 서기와 국영기업 하이난(海南)항공의 관계를 살펴보라고 부탁도 했다."

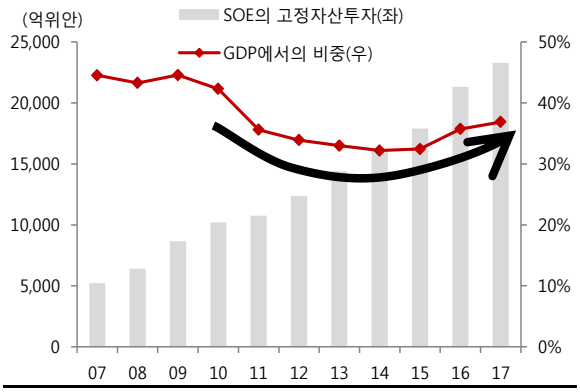
"왕치산(王岐山) 서기가 처제 명의로 미국에 거액의 부동산을 갖고 있다. 이 부동산은 실리콘밸리 근처에 있는데 약 534 만달러(약 60 억원)정도다." (※미국 화교대상 매체에 따르면 실제로 왕치산 처제인 야오밍돤(姚明端)의 명의로 된 호화주택이 실리콘밸리 인근에서 확인됐다. 궈의 폭로 이후 화교들이 주소가 적힌 쪽지를 들고 이 주택 앞에 몰려와 기념사진을 찍는 등 명소가 됐다.)

"여배우 판빙빙(范冰冰)이 (왕치산 등) 중국 고위급 인사들에게 성상납을 했고 이를 촬영한 영상도 있다." (※이에 판빙빙 소속사는 사실무근이라며 미국 LA 의 법률사무소에 궈원구이에 대한 명예훼손소송을 위임했다고 밝혔다.) (중략)

"하이난 항공그룹(HNA·하이항그룹)의 지분을 29% 보유한 대주주 관쥔(貫君)은 사실 왕치산의 사생아다. 당 고위간부의 아들인 류청지에(劉呈杰)도 하이난 지분을 22% 보유하고 있다. 이들은 하이난항공의 전용기를 마음대로 이용하면서 사치 행각을 벌여왔다."(※하이항그룹은 최근 공격적인 해외 인수합병(M&A)에 나서며 무서운 성장세를 구가해 그 성장 배경에 관심이 쏠리는 기업이다. 해외 언론은 하이항그룹의 대주주인 관쥔이 정체 불명의 인물이라면서 하이항그룹의 지배구조가 매우 불투명하다고 지적했다. 지난 7 월 하이항그룹은 관쥔이 자신의 지분 29.5%를 비영리 자선재단인 하이난 츠항(慈航)공익기금회에 아무런 대가 없이 양도했다고 밝혀 더욱 의문을 자아내고 있다.)

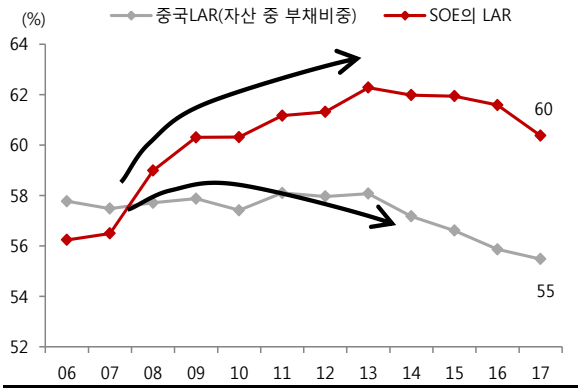
– 중앙일보, 2017 / 09/ 09 –

그림 14. 국영기업(SOE) 고정자산투자와 GDP 대비 비중은 확대추세



자료 : Bloomberg, SK 증권

그림 15. 중국 LAR(자산 중 부채비중) 대비 SOE LAR 현저히 상승

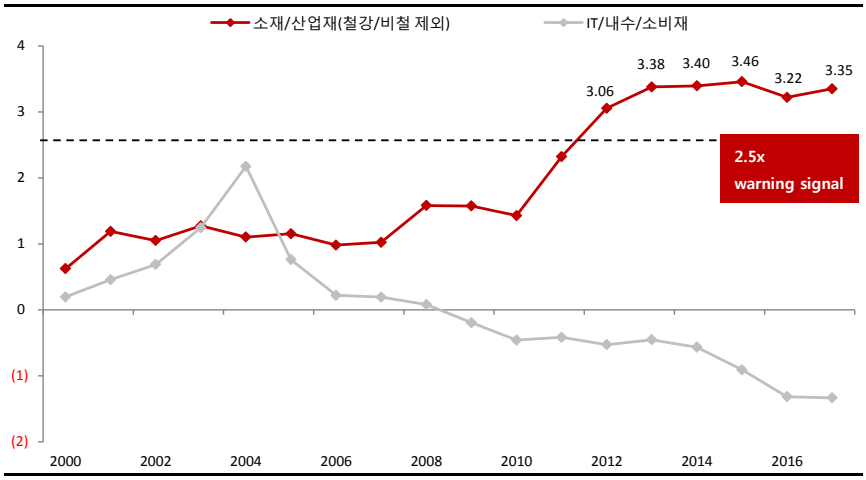


자료 : Bloomberg, SK 증권

그러나 하이난 항공은 빙산의 일각에 불과하다. 그들은 해봐야 민영기업이기 때문이다. 결국은 국영기업으로 부채위기의 칼 끝은 향할 수밖에 없는데, 분석결과 소재/산업재, 즉 굴뚝산업의 위기는 꽤나 심각해 보인다

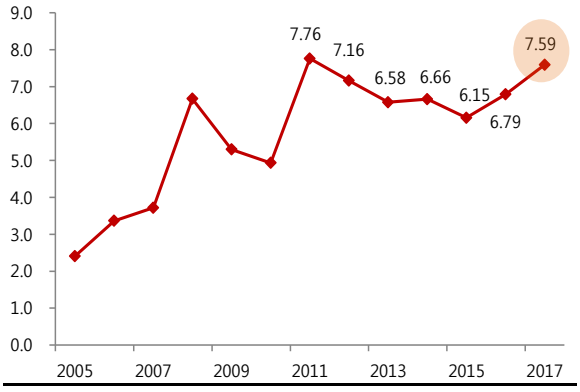
중국은 이 문제들을 어떻게 풀어나가려 할까?

그림 16. 소재/산업재의 ND/EBITDA 는 지속 3 배가 넘으며 위험수준인 반면, 내수/소비재는 안정적임



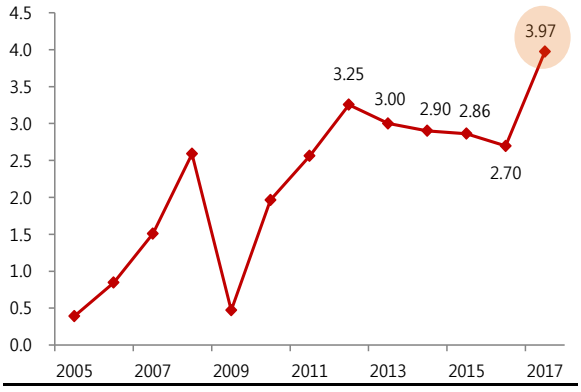
자료 : Bloomberg, SK 증권

그림 17. 유틸리티 SOE 의 ND/EBITDA



자료 : Bloomberg, SK 증권

그림 18. 건설 SOE 의 ND/EBITDA



자료 : Bloomberg, SK 증권

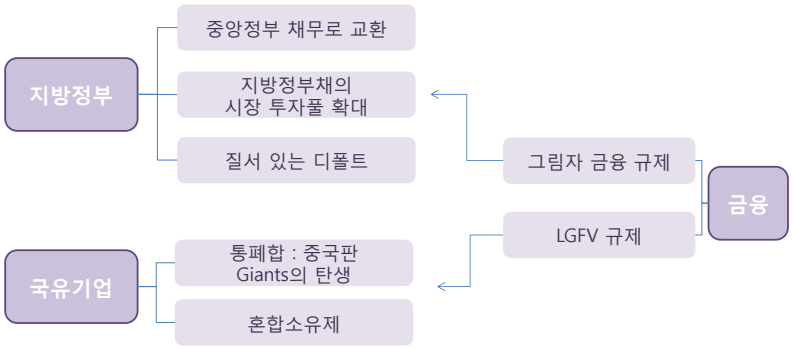
Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

Part Ⅲ. 중국식 해결법 - 약한 고리는 중국이 아니다

중국 정부는 지방정부 부채를 해결하기 위해 ①중앙정부 채무로 교환, ② 지방정부채의 시장 투자풀 확대, ③ 질서 있는 디폴트 등의 전략을 시행 중이다

국유기업부채는 ①통폐합, ②혼합소유제를 전면에 내세웠다. 뒤에서 자세히 언급하겠지만 우리가 주목하는 것은 통폐합, 즉 중국판 Giants 의 탄생이다

그림 19. 난제를 풀기 위해 중국 정부가 수립한 전략



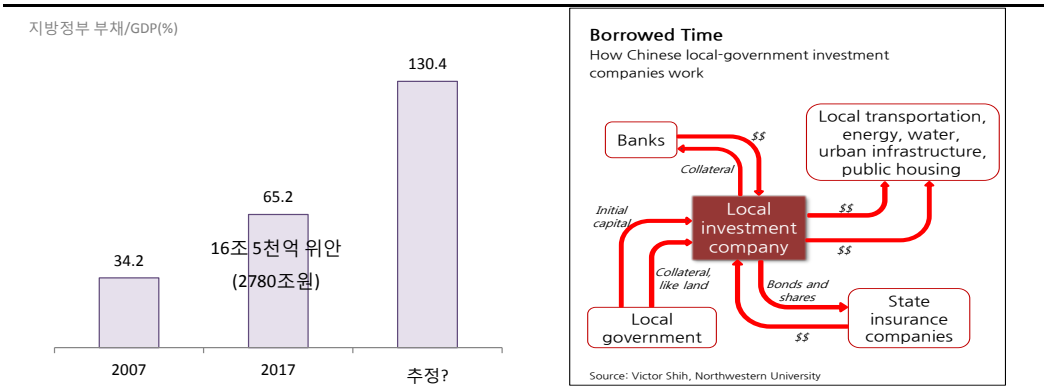
자료 : SK 증권

그림 20. 류허와 이강 : 시장을 기반으로 한 경제정책을 옹호하면서도 때로는 정부의 과감한 시장 개입을 찬성한다는 것이 현지의 평가

	류허 부총리	이강 인민은행 총재
출생지(연도)	베이징(1952년)	베이징(1958년)
학력	· 베이징101중학교(시진핑과 동창) · 인민대(공업경제과) · 미 시턴홀대(경영학 석사) · 미 하버드대 케네디스쿨(행정학 석사)	· 베이징대 경제학(리커창의 후배) · 미 햄라인대(경제학사) · 미 일리노이대(경제학 박사)
주요 경력	· 중앙재경영도소조 판공실 주임 (2013년~2018년) · 공산당 중앙 정치국위원(2017년)	· 인디애나대 교수(1986년~1994년) · 인민은행 부총재(2008년~2018년) · 중앙재경영도소조 판공실 부주임(2014년~2018년) · 외환관리국 국장(2009년~2015년)
경제정책 방향 및 주요 특징	· 시장 기반 경제정책 · 자유무역 옹호 · 중국 부채해소 및 금융효율성 개선 강조	· 금융 시장 개혁과 개방 강조 · 외환 위기시 적극 개입 필요 주장 · 글로벌 시장 소통능력 보유

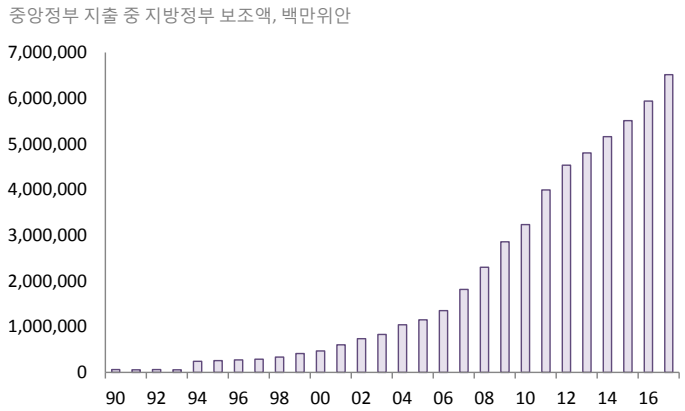
자료 : 언론보도 인용, http://www.sedaily.com/NewsView/1RX1IS0NAJ, SK 증권

그림 21. 지방정부 부채, 실제로는 두배다?



자료 : Northwestern University, Bloomberg, SK 증권

그림 22. 지방정부 부채를 중앙정부 부채로 바꿔 드립니다



지방정부의 자금조달 채널에 대한 엄격한 감독을 요구하는 한편(LGFV 즉, 지방정부 투자기관을 통한 자금 조달 금지), 지방정부 부채를 중앙정부의 부채로 바꿀 수 있는 채권 교환프로그램을 시행했다

자료 : Spellman, Kindleberger and Aliber, Manias, Panics and Crashes(2005)

중국 인민은행 연구국 국장은 디트로이트 식 지방정부 파산이 오히려 투자자에게 신뢰를 줄 수 있다고 공개 발언했다

그만큼 고강도로 지방정부 부채 문제를 해결하고 가겠다는 정부의 의지가 엿보이는 대목이다

그림 23. 중국 인민은행 연구국 국장, "디트로이트 식 지방정부 파산이 오히려 투자자에게 신뢰를 줄 수 있다".

지방정부 투자기관(LGFV)의 무분별한 차입억제 조치가 내려진 이후 신용 스프레드가 2 년 반 만에 최고 수준으로 높아졌다.

지방정부 파산도 가능하다는 인민은행 연구국 국장의 발언을 감안하면 중국 지방정부를 둘러싼 노이즈는 확대될 가능성이 높아진 셈이다.

자료 : Bloomberg, SK 증권

그림 24. 귀주모태주의 주가를 보면 시진핑이 부패척결을 얼마나 집요하게 했는지 알 수 있다

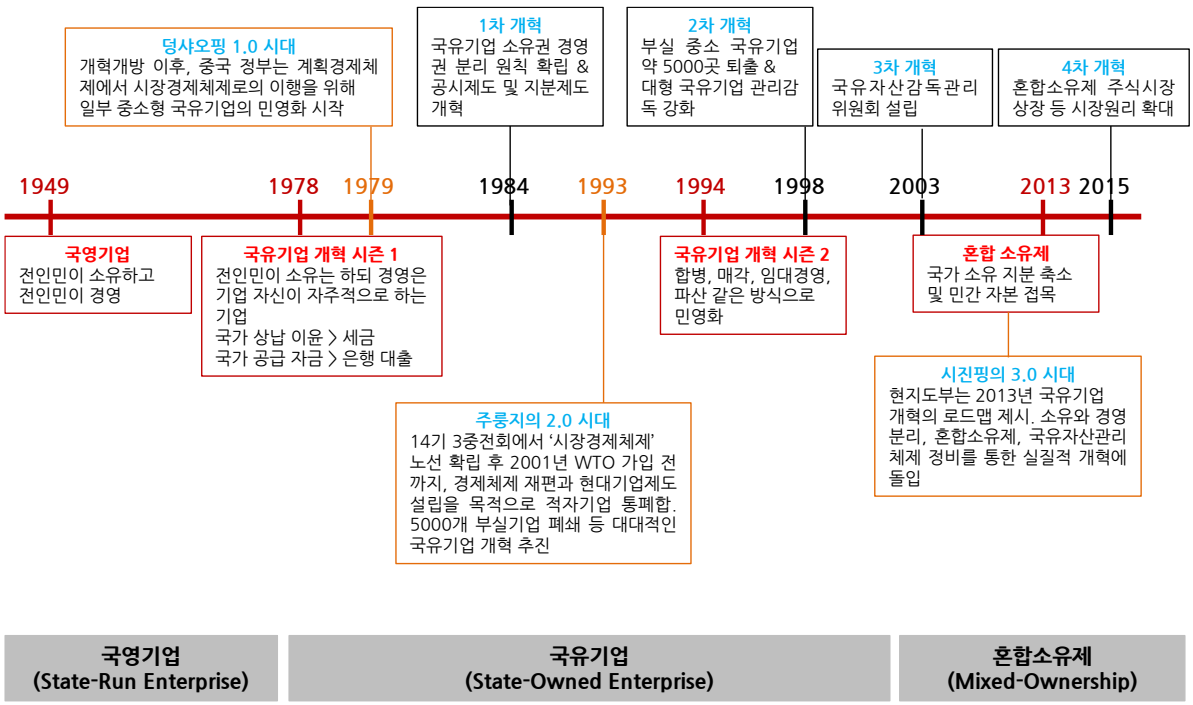
지방정부부채 문제가 말끔히 해결되기를 기대하기는 어렵지만,

시진핑 정부 집권 이후 반부패척결을 얼마나 집요하게 해왔었는지, 귀주모태주의 주가를 꺼내보았다.

자료 : Bloomberg, SK 증권

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

그림 25. 중국 기업의 3 단계 진화. 국영기업에서 국유기업으로, 다시 혼합소유제로의 이행

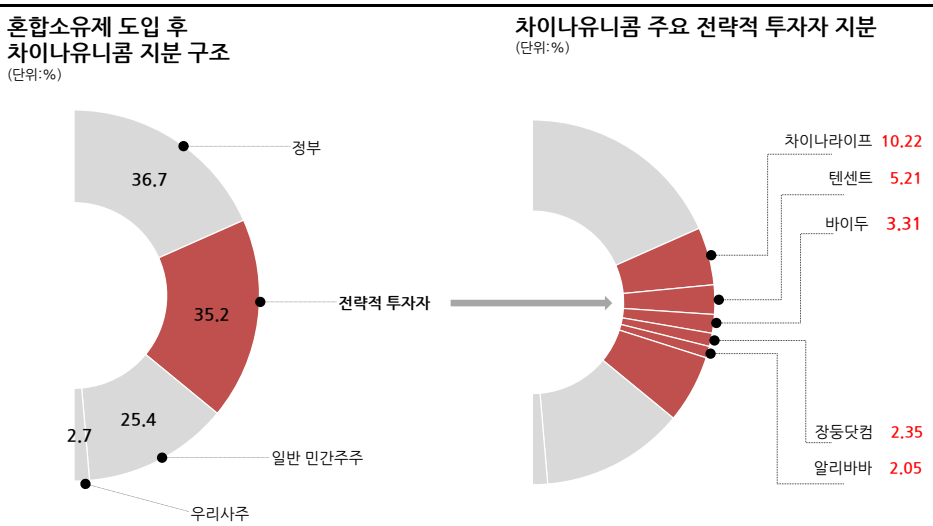


자료 : https://www.rfa.org/korean/weekly_program/china/reform_gov_owned_company-20070208.html, http://news.joins.com/article/15851231, SK 증권

중국 부채의 가장 핵심인 국유기업부채 문제를 해결하기 위해 중국 정부가 시행하고 있는 정책은 '혼합소유제'이다

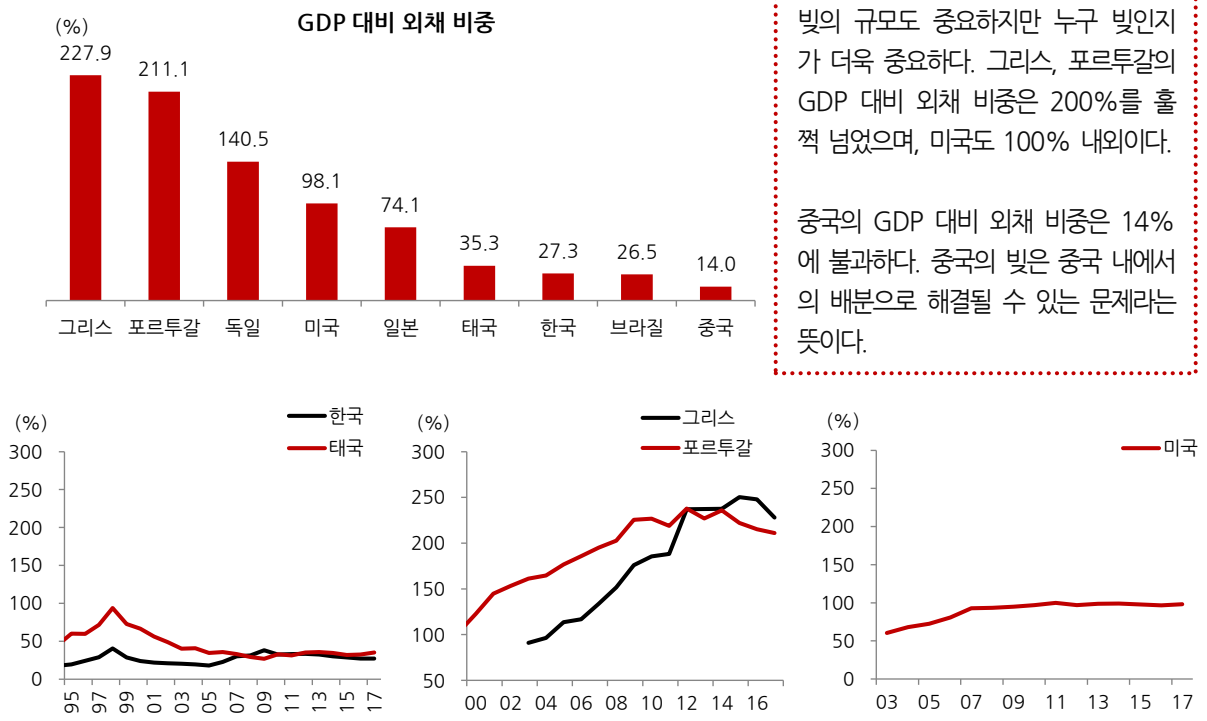
실제 차이나유니콤은 14개 기업으로 이루어진 컨소시엄에 지분 1/3 을 매각했다. 부채가 지분으로 바뀌는 순간이다

그림 26. 혼합소유제의 첫번째 시행 대상인 차이나유니콤. 기본 프레임은 컨소시엄이 차이나유니콤의 지분을 매입하는 형태



자료 : 차이나 유니콤, SK 증권

그림 27. GDP 대비 외채 비중 : 빚의 규모도 중요하지만 누구 빚인지가 더욱 중요하다.



빚의 규모도 중요하지만 누구 빚인지가 더욱 중요하다. 그리스, 포르투갈의 GDP 대비 외채 비중은 200%를 훌쩍 넘었으며, 미국도 100% 내외이다.

중국의 GDP 대비 외채 비중은 14%에 불과하다. 중국의 빚은 중국 내에서의 배분으로 해결될 수 있는 문제라는 뜻이다.

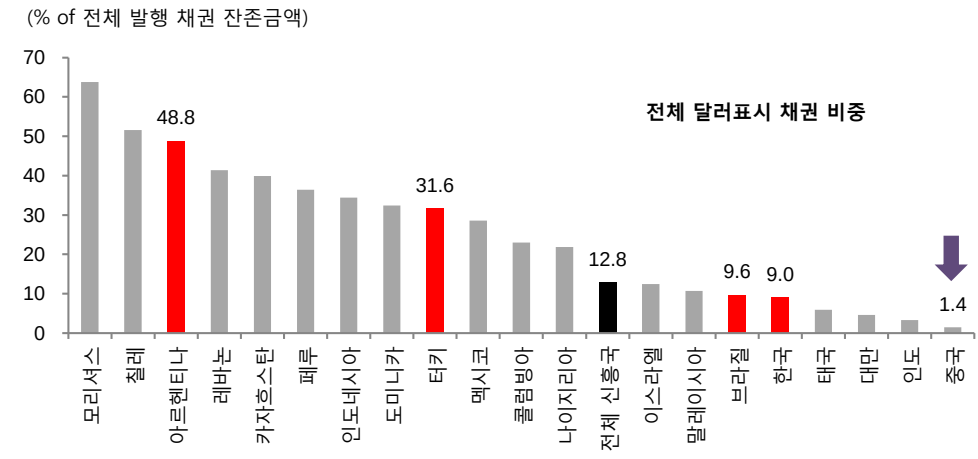
자료 : IMF, SK 증권

지방정부와 국유기업 부채 문제가 말끔히 해결되기를 기대하기 어렵지만,

다음 번 경제 위기는 중국'發'이 될 가능성은 높지만, 가장 큰 피해를 보는 나라는 중국이 아닐 것이다

중국은 외채 규모, 저축률 등을 다른 국가들과 비교하면 비교할수록 건강하다

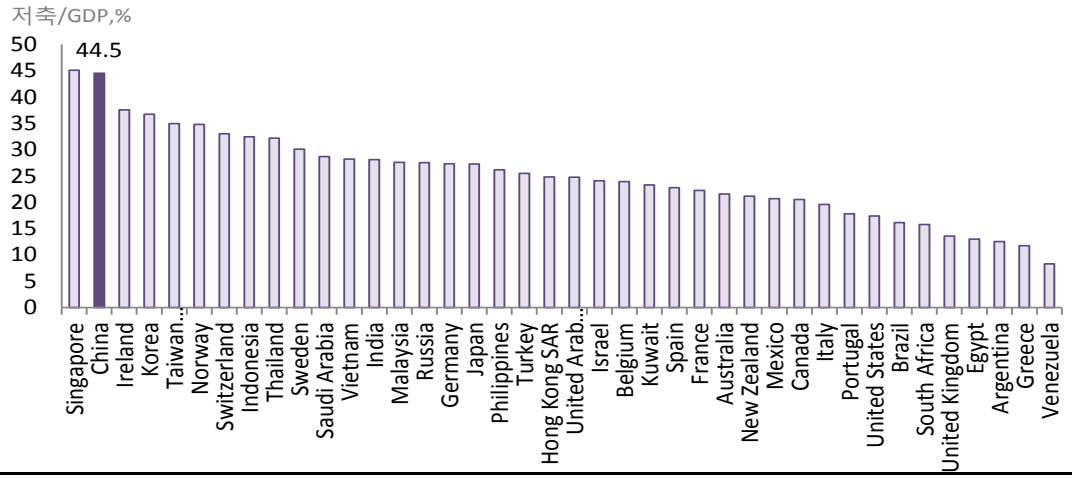
그림 28. 전체 채권 발행 대비 달러 표시 채권은 1.4%에 불과. 다른 신흥국과는 클라스가 다르다.



자료 : BIS, SK 증권

Analyst 김효진, 손지우 (3773-9956, 3773-8827)

그림 29. 중국의 저축액은 무려 584 조 달러에 달한다.

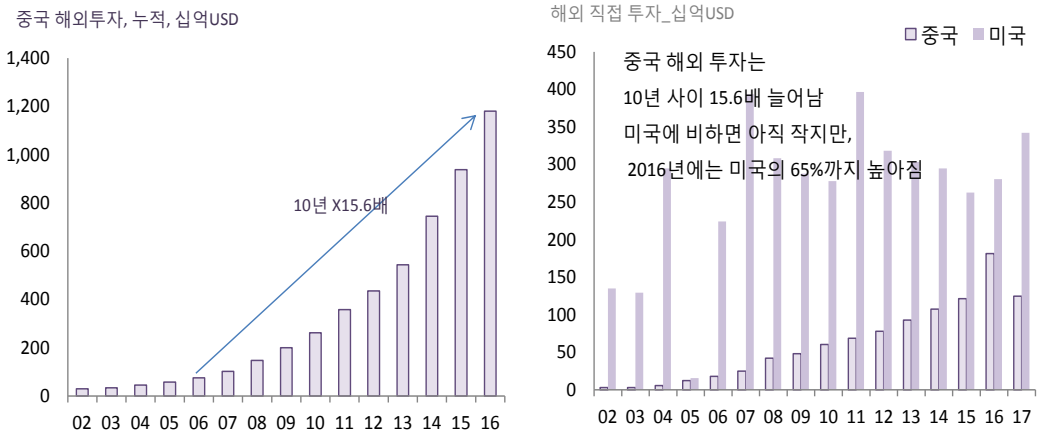


자료 : IMF, SK 증권

그림 30. 누가 중국에 투자하는 것이 중요한게 아니라 중국이 어디에 투자하는가가 공히 중요해졌다

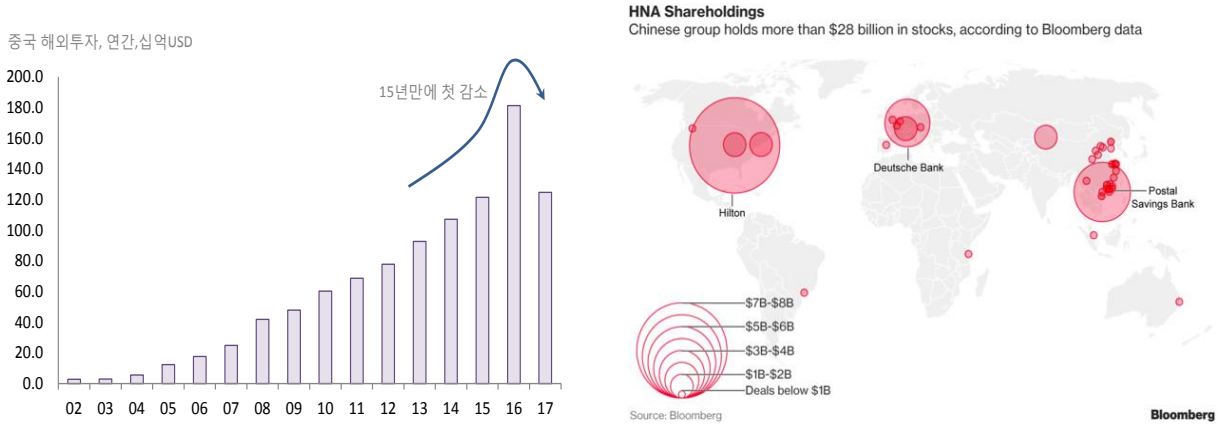
자본·금융계정의 구성항목

자본·금융계정	자본수지 (자본계정)	자본이전	해외 이주비나 채무면제
		비생산·비금융자산	토지, 지하자원 등 비생산유형자산 취득 및 처분
	금융계정	직접투자	경영참여 등 영속적인 이익을 위한 대외투자 해외 부동산 취득(별장, 주택) 주식 구입이나 자금 대여
		증권투자	투자자본의 가치 증가 또는 이윤획득만을 목적으로 한 대외투자
		파생금융상품	파생금융상품 거래에서 발생한 손익
		기타투자	현금거래, 무역신용 등
		준비자산	중앙은행의 대외자산



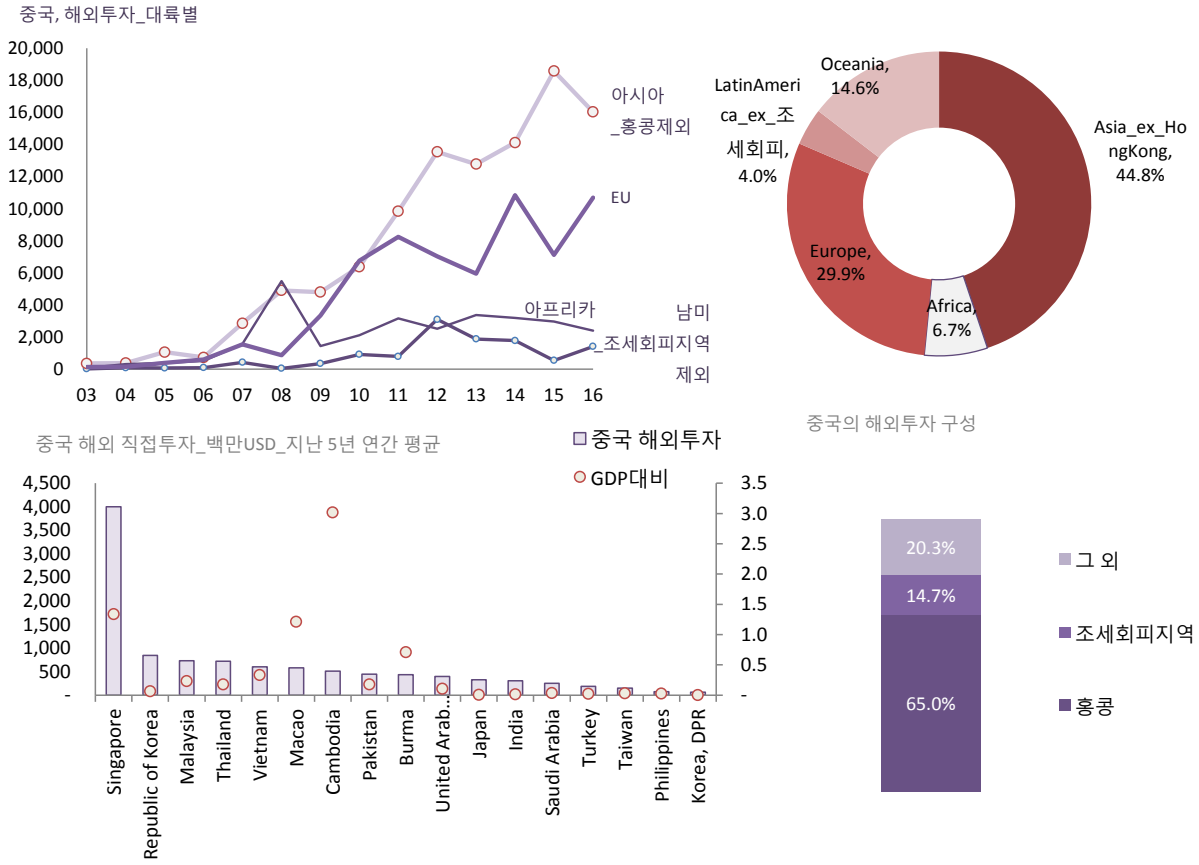
자료 : KDI, CEIC, SK 증권

그림 31. 중국의 해외투자는 지난 해 15 년만에 처음으로 감소했다.



자료 : CEIC, https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-02-02/as-hna-led-trophy-hunters-downsize-here-s-what-they-still-own, SK 증권

그림 32. 홍콩과 조세회피지역으로의 투자가 80% 임을 감안할 때 가장 취약한 국가를 찝어내기에는 한계가 있었다.



자료 : CEIC, SK 증권

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

중국의 산업별 해외투자 중 임대 및 부동산 서비스가 단연 1 위이다

2008 년과 같은 금융위기 시나리오를 그리고 있지는 않지만,

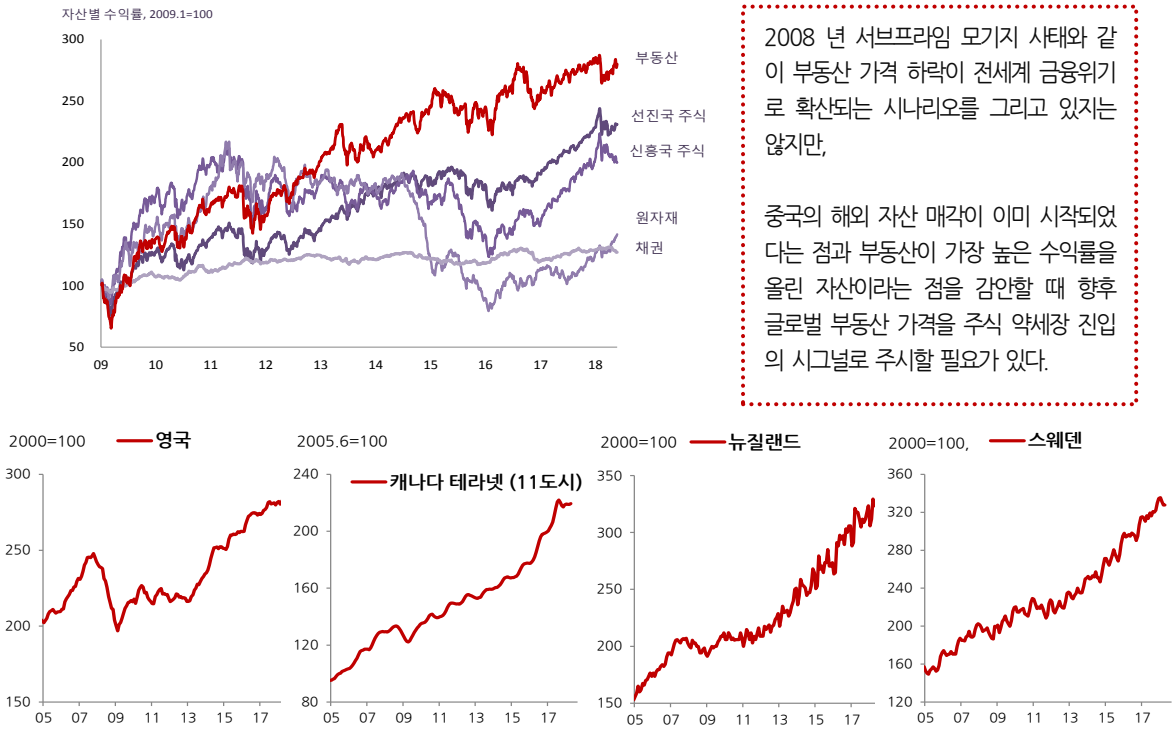
중국의 해외 자산 매각이 이미 시작되었다는 점과 부동산이 가장 높은 수익률을 올린 자산이라는 점을 감안할 때 향후 글로벌 부동산 가격을 주식 약세장 진입의 시그널로 주시할 필요가 있다

그림 33. 중국의 산업별 해외투자 데이터를 보면 임대 및 부동산 서비스가 단연 1 위

분야	십억 USD (2003 년 이후 누적)
Leasing and Commercial Service	474
Financial Intermediation	177
Wholesale and Retail Trade	169
Mining	152
Manufacturing	108
Information Transmission, Software and Information Technology Service	65
Real Estate	46
Transport, Storage and Postal Service	41
Construction	32
Electricity, Gas & Water Production and Supply	23
Scientific Research & Polytechnic Service	20
Resident, Repair and Other Services	17
Farming, Forestry, Animal Husbandry, Fishery	15
Culture, Sport & Entertainment	8
Accommodation & Catering Trade	4
Water Conservancy, Environment & Public Utility Management	4
Health Care and Social Work	1
Education	1

자료 : CEIC, SK 증권

그림 34. 부동산의 수익률이 다른 자산을 큰 폭으로 상회. 향후 글로벌 부동산 가격을 주식 약세장 진입의 시그널로 주시할 필요



2008 년 서브프라임 모기지 사태와 같이 부동산 가격 하락이 전세계 금융위기로 확산되는 시나리오를 그리고 있지는 않지만,

중국의 해외 자산 매각이 이미 시작되었다는 점과 부동산이 가장 높은 수익률을 올린 자산이라는 점을 감안할 때 향후 글로벌 부동산 가격을 주식 약세장 진입의 시그널로 주시할 필요가 있다.

자료 : Bloomberg, BIS

Part Ⅳ. 중국판 레드헐크(Red Hulk)의 탄생

중국의 또 다른 해결방식은 아마 레드헐크(Red Hulk), 즉 산업을 대표하는 공룡기업의 탄생에 있다. 중국 국영기업의 총관할자인 샤오야칭은 이미 그에 대해서 언급한 바 있으며, 구체적으로 발전, 철강, 조선, 건설 섹터를 언급하기도 했다

이러한 과정을 먼저 밟은, 그것도 성공적으로 치러낸 섹터가 있으니 바로 철강이다

** 중국 국영기업을 관할하는 샤오 야칭이 2018 년 다보스 포럼에서 한 인터뷰*

"Our Wish is for them to be bigger, stronger and more efficient. And this is what they're about to be in the future."
"우리가 바라는 것은 국영기업을 더욱 크고 강력하면서도 효율적으로 만드는 것이다. 그리고 머지 않은 미래에 그렇게 될 것이다."

1. 중앙정부가 관리하는 SOE 는 이미 2012 년 117 개에서 현재 98 개로 줄었음
2. 앞으로도 지속적으로 SOE 간 M&A 가 있을 것이고, 최대한 자발성을 유도할 것임
3. 좀비기업을 청산시킨 이후 경영효율성이 현저하게 증대되었음
4. 석탄생산능력 감축과 동시에 *석탄발전, 비철, 조선, 건자재 공급과잉 감소* 유도할 것
5. 시장주도로 발생하는 파산은 지속될 것이며, 이를 자연스럽게 바라볼 것

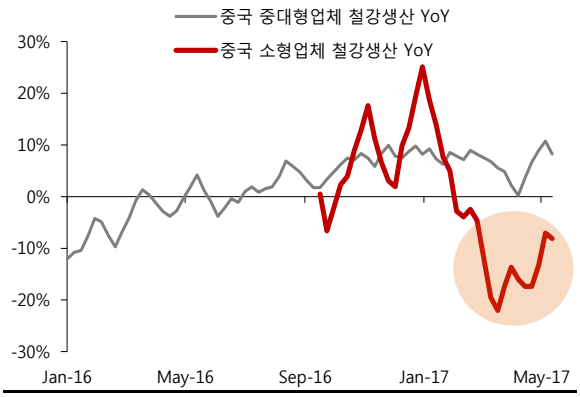
그림 35. 12 차 5 개년 규획 당시 공업정보화부가 제시한 중국판 철강 Red Hulk 탄생의 포석

중국 철강산업 중장기 목표
[중단기 목표: 2015~2017년]
- 가동률 80% 이상으로 높여 이윤율, 자산 수익성을 합리적인 수준으로 회복
- M&A 가속화로 철강사를 기존 500개에서 30개로 축소
- 생산능력 8000만톤 감소시켜 고급 과잉 문제 완화
- '철강+IT' 융합발전을 주요 특징으로 하는 '스마트 제철소' 2~3개 육성
[장기 목표: 2025년]
- 조강생산 상위 10개社 산업집중도를 60%까지 향상
- 글로벌 경쟁력 갖춘 철강사 3~5개 육성
- 중대형 철강사 매출 대비 R&D 투입비중을 1.7%로 확대
- 신제품 판매량 매출 비중 20%로 확대
- 철강산업 전자상거래 시장 규모를 매출 규모의 20%로 확대
- 제강의 철스크랩 사용 비중을 30%로 확대

자료: POSRI, SK 증권

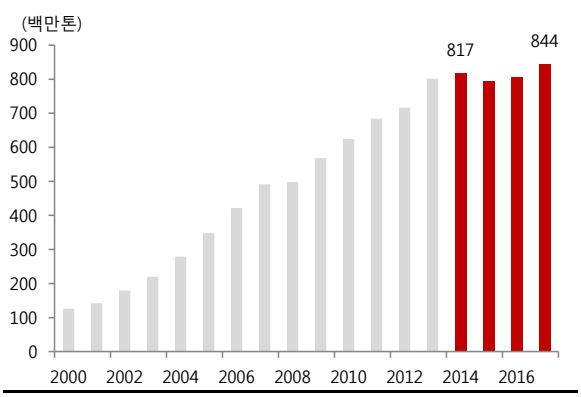
Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

그림 36. 중국 소형업체 생산급감 현실화, 그러나 중대형 여전히 증대



자료 : 중국철강협회, SK 증권

그림 37. 이 때문에 중국 철강생산량은 2017 년 재차 사상최대

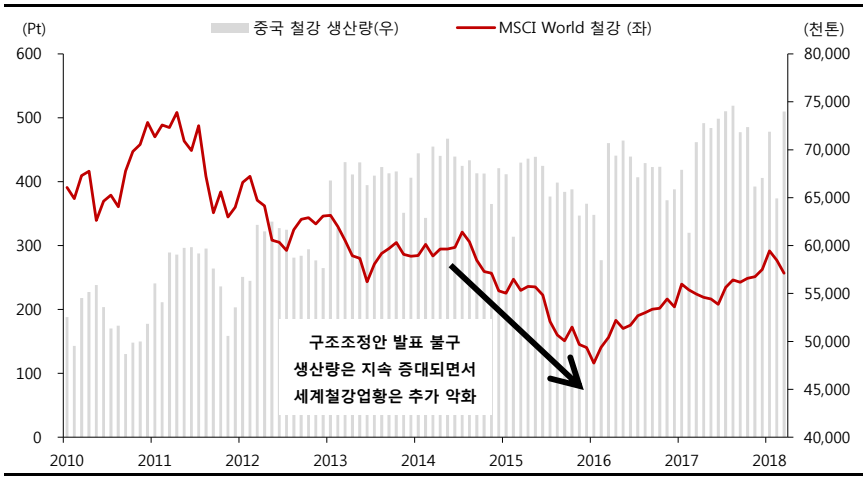


자료 : Bloomberg, SK 증권

철강산업으로 볼 때 레드헐크가 주는 의미는 크게 2 가지가 있다. 첫 번째는 상기와 같은 구조조정 및 대규모 합병이 발생하는 와중에는 글로벌 산업 전체의 피해가 발생할 수 있다는 것이다

두 번째는 거대기업이 탄생했을 때 의외로 해당기업의 재무적 안정성 및 효율성이 높다는 것이다. 장기적인 관점에서 본다면 산업 내에서 중국거대기업의 영향력이 더욱 커질 수 있다는 의미를 제공하는 것이다

그림 38. 2015 년 구조조정 진행 불구 철강생산량 증대하며 지수 하락



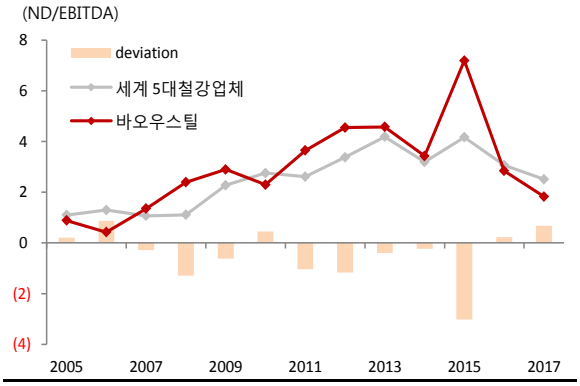
자료 : Bloomberg, SK 증권

그림 39. 바오스틸 + 우한강철 = 세계 2 위 철강사 바오우스틸 탄생

기업명	생산량	기업명	생산량
	2014년		2016년
아르셀로미탈	98.09	아르셀로미탈	95.5
신일본제철	49.3	바오우스틸	63.8
허베이스틸	47.09	허베이스틸	46.2
바오스틸	43.35	신일본제철	46.2
포스코	41.43	포스코	41.6
사강그룹	35.33	사강그룹	33.3
안산강철	34.35	안산강철	33.2
우한강철	33.05	JFE스틸	30.3
JFE스틸	31.41	서우강	26.8
서우강	30.78	타타스틸	24.5

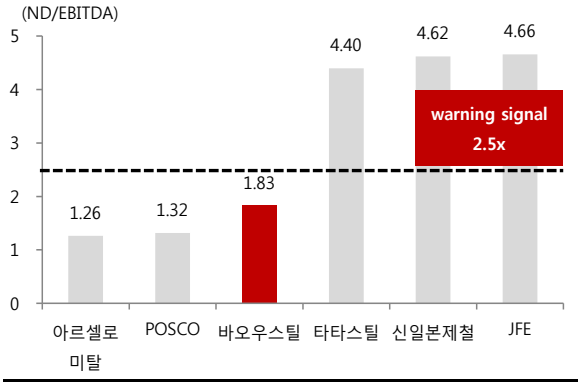
자료: WSA, SK 증권

그림 40. 바오우스틸의 ND/EBITDA 는 5 대 업체보다 우월함



자료 : Bloomberg, SK 증권

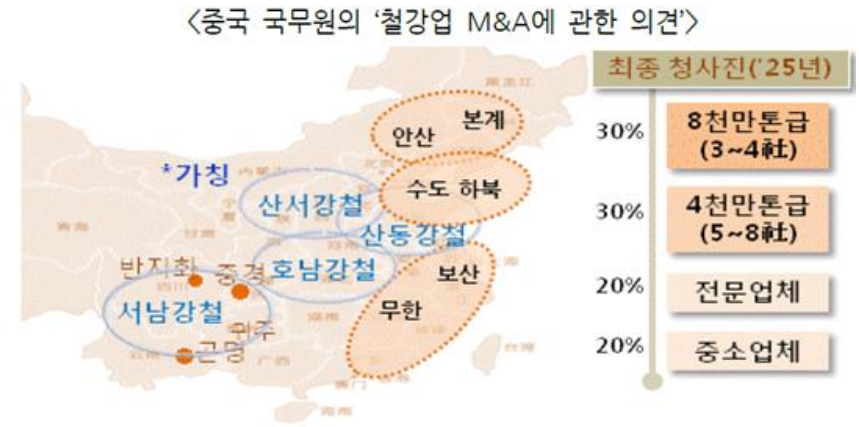
그림 41. 개별기업으로 보더라도 아르셀로미탈, POSCO 와 유사



자료 : Bloomberg, SK 증권

문제는 이들이 철강의 성공을 토대로 다른 산업에서도 레드헐크의 육성에 힘을 쓰고 있다는 것이다. 이미 조선에서 1-2 위 업체의 합병이 사실상 발표가 난 상황이고, 화학과 유틸리티에서도 대규모 합병이 예상되고 있다. 그렇다면 철강이 겪은 경험들이 이들 산업에게도 고스란히 전달될 수 있다는 이야기다

그림 42. 중국의 궁극적인 북부-중부-남부의 거대합병계획



자료 : POSRI SK 증권

3 위 허베이철강·9 위 서우강그룹 합병설 '솔솔'… 잇단 '철강공룡' 탄생, 한국 업계에 위협

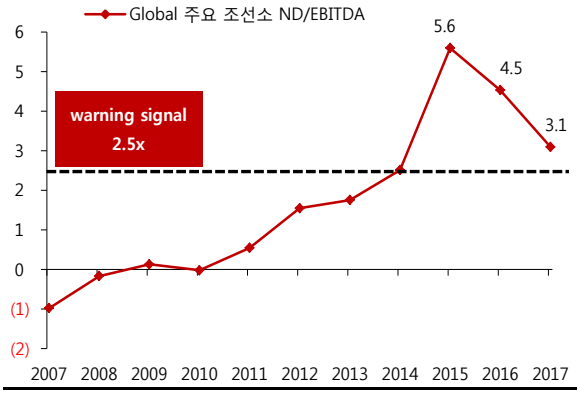
'양적확대 전략'으로 조강(쇳물) 생산량 세계 3 위 자리에 오른 중국 허베이철강(河钢集团)과 세계 9 위 서우강그룹(首钢集团)의 기업인수합병(M&A) 가능성이 최근 다시 제기되면서 국내 철강사들을 긴장케하고 있다. 두 기업의 합병설은 과거에도 여러차례 언급된 바 있어 성사될 가능성이 높다는 평가가 나온다. (중략)

허베이철강과 서우강그룹이 합병하면 중국 내 최대 철강사이자 세계 2 위인 바오우(寶武)철강을 넘어설 것이라는 가능성도 점쳐진다. 두 기업의 조강능력을 합치면 950 만 t 으로 바오우철강의 850 만 t 보다 크다. 생산 역시 지난해 기준으로 두 기업이 710 만 t 을 기록하며 바오우철강(630 만 t)을 뛰어넘었다 (후략)

– 아주경제, 2017 / 09/ 24 –

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

그림 43. 주요 조선소의 ND/EBITDA 도 높은 수준임



자료 : Bloomberg, SK 증권

주: 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선, CSIC, CSSC, Yangzijiang, Mitsubishi HI, Kawasaki HI, Keppel, Semcorp Marine 기준임

그림 44. 2014 년 이후 빠르게 진행 중인 중국 주요 조선업체 디폴트

중국 주요 조선사 파산 디폴트 사례	
2014년 7월	STX다롄조선 파산 구조조정 돌입
2015년 3월	장쑤성 둥팡중공업 법원에 파산 신청
2015년 4월	저장성 야지선박 파산 구조조정 돌입
2015년 6월	저장성 정허조선소 파산 구조조정 돌입
2015년 7월	장쑤성 밍더중공업 파산 청산절차 돌입
2015년 12월	저장성 우저우선박 파산 청산절차 돌입
2016년 2월	장쑤성 순톈선박 파산 구조조정 돌입
2016년 5월	저장성 춘허그룹, 디폴트 위기
2016년 8월	후베이성 우한궈위, 디폴트 위기

자료 : 중국언론 종합

자료 : 각종언론, SK 증권

"中 1~2 위 조선사 합병 추진"...한국 빅 3 매출 합계의 2 배 규모

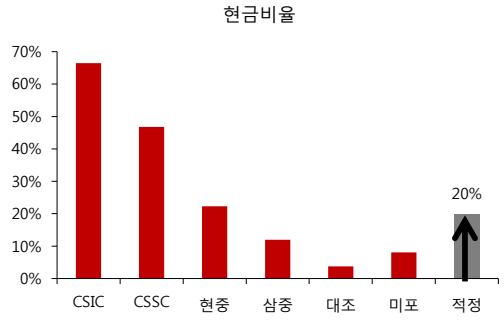
중국이 한국 조선사들과 경쟁에서 우위를 점하기 위해 1, 2 위 조선사의 합병을 추진하고 있다고 블룸버그통신이 30 일 소식통을 인용해 보도했다. 보도에 따르면 중국 국무원은 중국선박중공(中國船舶重工·CSIC)과 중국선박공업(中國船舶工業·CSSC) 간 합병을 예비 승인했다.

두 조선사가 합병할 경우 연간 매출 규모가 총 5 천 80 억 위안(86 조 2 천 940 억 원)이 된다. 이런 매출액은 시가총액 면에서 세계 1~3 위 조선사인 현대중공업, 대우조선해양, 삼성중공업 등 한국업체 3 곳의 매출합계의 2 배를 넘는 규모다. 영국 조선·해운 분석기관 클라크슨 리서치에 따르면 CSIC 와 CSSC 의 수주잔량은 2 월 현재 1 천 40 만 CGT(표준화물선 환산톤수)로, 현대중공업의 772 만 t 을 크게 웃돈다. 이는 전체 시장의 13%에 달하는 수준이다. (중략)

블룸버그는 CSIC 와 CSSC 간 합병에는 세부사항에 대한 여러 부처와 당국의 승인이 필요하기 때문에 합병 계획이 변경될 수도 있다고 전했다.

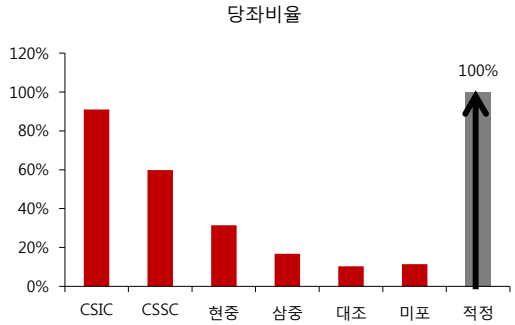
– 연합뉴스, 2018 / 03/ 30 –

그림 45. 현금비율이나



자료 : Bloomberg, DataGuide, SK 증권

그림 46. 당좌비율 비롯한 다수 유동성지표 중국이 한국보다 우위임



자료 : Bloomberg, DataGuide, SK 증권

세계 1 위 화학공룡 중국서 나오나...
켐차이나·시노켐 내년 합병설

오는 2018 년 중국에서 세계 1 위의 거대 화학 기업이 탄생할 전망이다. 영국 파이낸셜타임스(FT)는 아시아 은행 관계자들의 발언을 인용, 최근 스위스 종자기업인 신젠타 인수로 글로벌 시장의 주목을 받은 중국 대형 화학업체 켐차이나(중국화공)와 시노켐(중국중화)이 2018 년 합병을 계획하고 있다는 설이 다시 제기됐다고 8 일(현지시간) 보도했다.

두 회사가 합병하면 연 매출이 1000 억 달러를 넘어 독일 바스프(BASF)를 뛰어넘는 세계 1 위의 화학공룡이 태어나게 된다.

이번 합병 협상은 닝가오닝(寧高寧) 시노켐 회장 주도로 추진되는 것으로 알려졌다. 중량그룹 회장이었던 닝가오닝은 지난해 초 시노켐 회장직을 맡았다. 시기적으로는 켐차이나의 신젠타 인수 절차가 모두 마무리되면 두 기업의 합병이 본격적으로 추진될 가능성이 커 내년으로 예상된다고 신문은 전했다. 켐차이나는 중국 해외기업 인수·합병(M&A) 역대 최대 규모인 430 억 달러에 신젠타 인수를 추진 중이다. 최근 중국, 유럽, 미국 등 관리·감독 당국의 승인을 받았고 연내 거래가 마무리될 예정이다.

두 회사의 합병 배경에는 국유기업 경영 효율을 제고하고 경쟁력을 높이려는 당국의 '국유기업 개혁'이 있다는 분석이 나오고 있다. 최근 중국은 중앙 소속 동종업계 국유기업 합병에 속도를 올리고 있다.지난해 국영 대형 해운사인 중국원양해운(COSCO)과 중국해운(CSCL)이 합병됐고, 중국 국영 철강업체 바오산철강(寶鋼)과 우한철강(武鋼)이 합병을 선언했다. 올 들어서는 원자력업체인 중국핵공업그룹(CNNC)과 중핵건설그룹(CNEC), 중국경공그룹과 바오리(保利)그룹이 합병된다는 소식이 나왔다.

– 아주경제, 2018 / 05 / 09

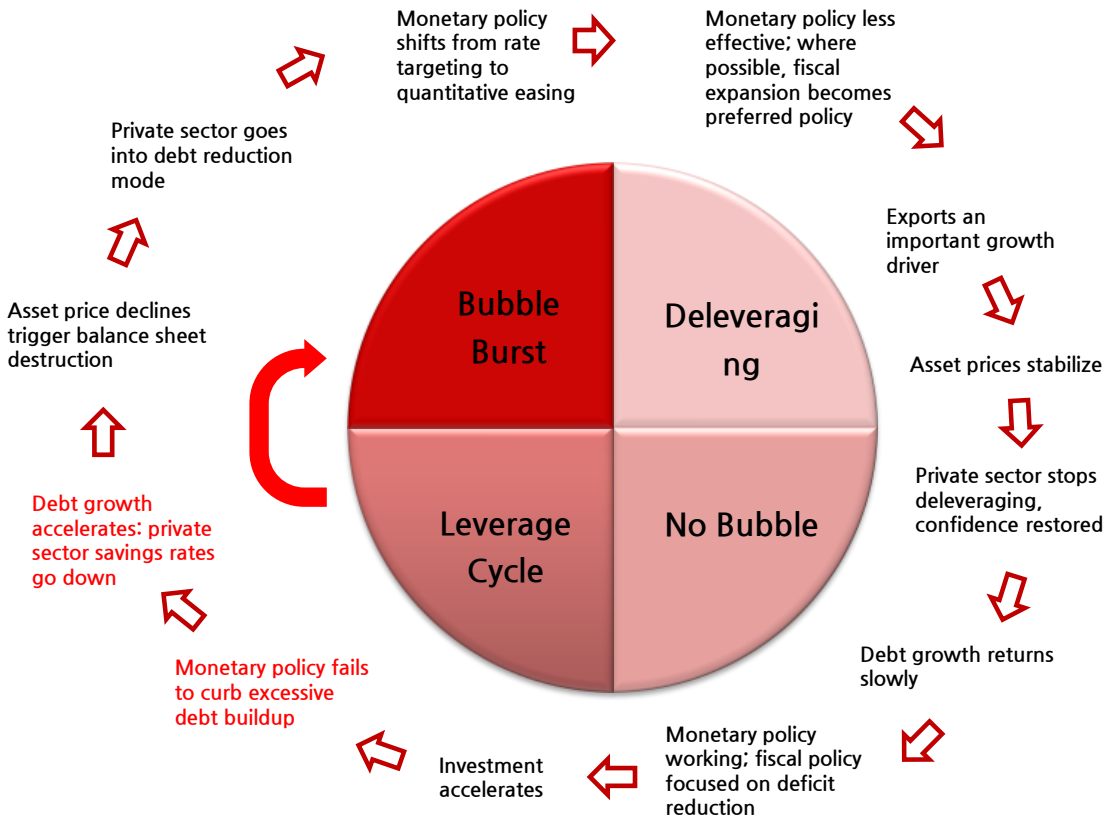
Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

2. 정해진 미래 : LEVERAGE Cycle을 꺼낼 볼 시간

여러 사이클 중 레버리지 사이클을 꺼내 볼 시간이 왔다.
(Deleveraging) 2008 년 경기 침체 이후 오랜 기간 동안의 디레버리징을 겪었고,
(no Bubble) 각국 중앙은행은 양적완화라는 초유의 수단을 도입했다.
(Leverage Cycle) 그 결과 레버리지 사이클로 진입에 성공했다. 올해부터는 꽤나 본격적으로 Inflation 이라는 단어가 신문지상에 오르내렸다. 중앙은행은 이번 사이클에서 디플레와의 전쟁에서 승리를 거두었다.

(Bubble Burst?) 문제는 부채는 예상보다도 너무 많이 늘었고, 글로벌 금리는 완연한 상승 기조를 나타내고 있다는 점이다. 주식 등 위험자산 관점에서 적어도 올해 말까지 강세장의 연장이라는 생각에는 변함이 없지만, 노이즈가 많아지는 시기가 벌써 시작된 셈이다.

Debt Cycle : Deleveraging → No Bubble → Leverage Cycle → Bubble Burst



자료 : SG Cross Asset Research Economics, SK 증권

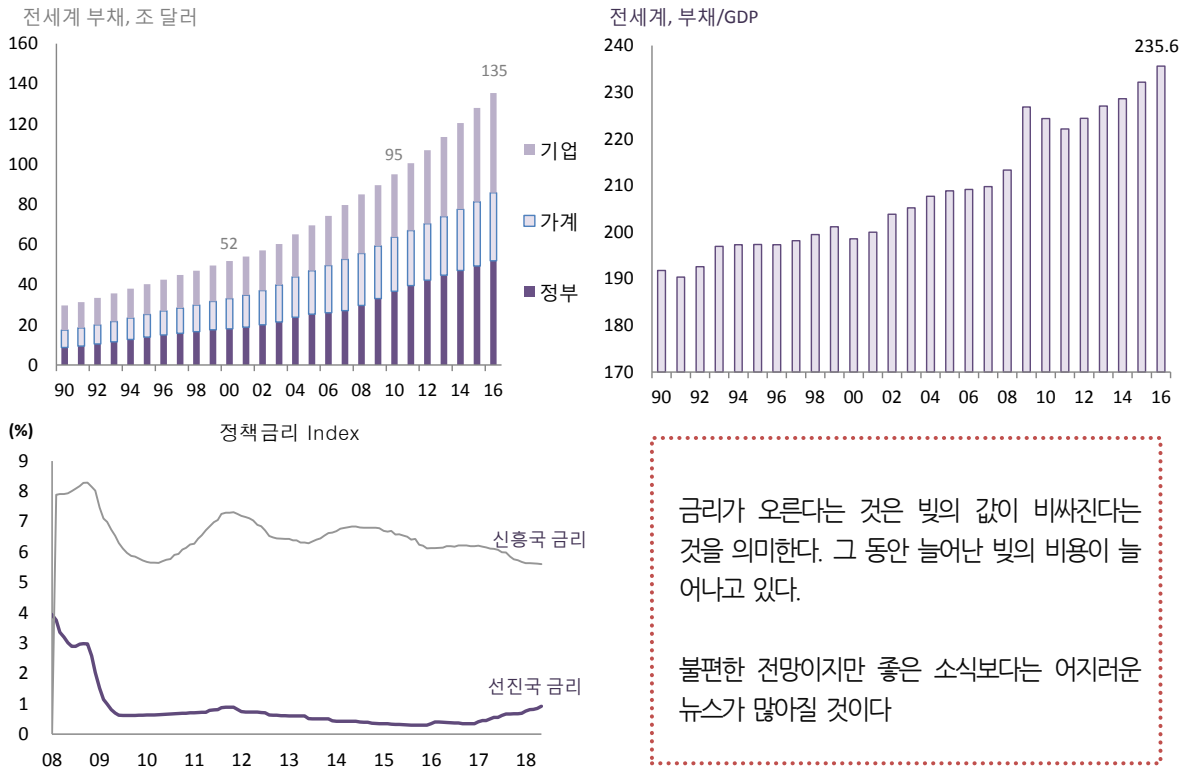
금리가 오른다는 것은 빚의 값이 비싸지는 것을 의미한다

디플레를 막기 위한 제로금리 및 양적완화의 목적은 역설적으로 빚을 늘리는 것이다. 항상 중간이 없다는 것이 문제인데, 2010 년 95 조 달러 규모였던 부채(정부+가계+기업)는 135 조 달러까지 늘어났다. 성장은 정체된 상황에서 부채가 더 빨리 늘어났기 때문에 GDP 대비 부채 비율은 235%로 높아졌다.

늘어난 부채도 부담스럽지만 금리 상승이 관건이다. 미국은 2015 년 12 월을 기점으로 금리 인상을 지속 중이다. 물론 인상 속도는 예상보다 더디지만, 미국채 10 년 금리는 3%를 상회하는 수준으로 높아졌다. 2016 년 초 1.3%대였던 것을 감안하면 2 년 반 사이에 두배 이상으로 높아진 것이다. 영국과 일본도 통화정책 정상화에 대해 고심을 거듭하고 있는 가운데, 신흥국에서도 금리 인상 움직임이 감지된다. 외자 유출을 막기 위한 금리 인상이지만, 아르헨티나는 40%까지, 터키도 16.5%까지 기준금리를 인상했다. 선진국과 신흥국 모두에서 금리 인상이 동시에 나타나고 있는 셈이다.

금리가 오른다는 것은 빚의 값이 비싸진다는 것을 의미한다. 그 동안 늘어난 빚의 비용이 늘어나고 있다. 불편한 전망이지만 좋은 소식보다는 어지러운 뉴스가 많아질 것이다.

늘어난 부채도 부담스럽지만 금리 상승이 관건이다.



금리가 오른다는 것은 빚의 값이 비싸진다는 것을 의미한다. 그 동안 늘어난 빚의 비용이 늘어나고 있다.

불편한 전망이지만 좋은 소식보다는 어지러운 뉴스가 많아질 것이다

자료 : IMF, Bloomberg, SK 증권

*주 : 정책금리 Index 는 주요 국가의 기준금리를 GDP 규모를 가중치로 산출한 것

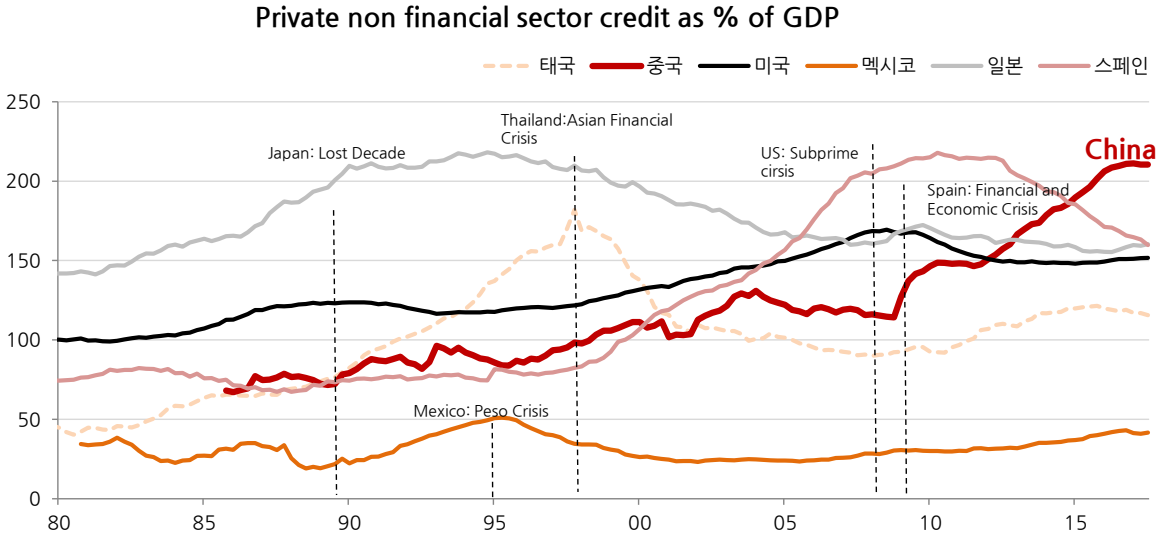
Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

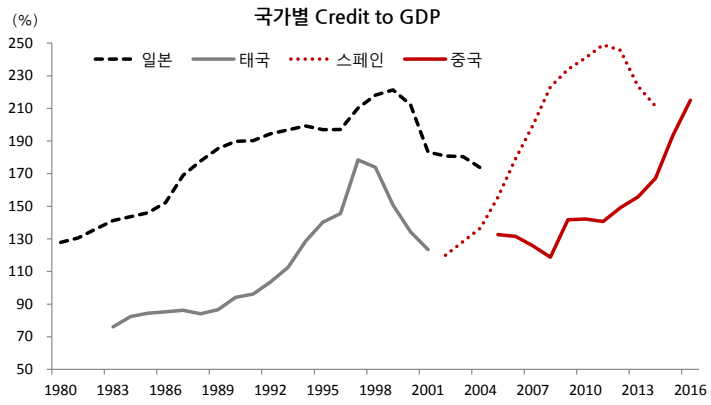
부채가 많이 늘어난 곳이 항상 문제였다

부채가 가장 많이 늘어난 곳에서 탈이 나게 마련이다. 일본, 멕시코, 태국, 미국 등 부채가 빠르게 늘어난 국가들의 다음 순서는 경기 침체였다. 예외는 없었다는 점이 무섭게 느껴질 정도이다.

부채 구조를 뜯어보면 국가별로는 중국이, 주체별로는 기업의 부채 증가가 두드러진다. IMF, BIS 등에서 중국의 기업부채가 다음 경제 위기의 트리거가 될 것이라고 경고의 목소리를 높이는 것도 무리는 아니다. 실제 중국 부채는 전체 부채 규모, 늘어난 속도 등 어떻게 보아도 임계점을 넘어선 것 처럼 보인다. 2010 년만 해도 GDP 정도의 규모였던 중국의 부채는 GDP 의 230%에 달하는 수준으로 높아졌다.

실제 중국 부채는 전체 부채 규모 및 늘어난 속도 등 어떻게 보아도 임계점을 넘어선 것 처럼 보인다.





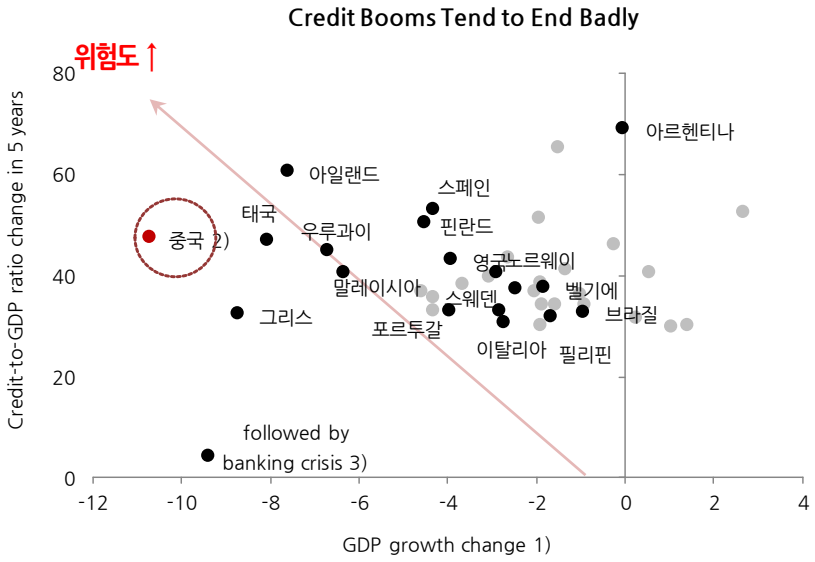
부채가 가장 많이 늘어난 곳에서 탈이 나게 마련이다. 일본, 멕시코, 태국, 미국 등 부채가 빠르게 늘어난 국가들의 다음 순서는 경기 침체였다. 예외는 없었다는 점이 무섭게 느껴질 정도이다.

부채 구조를 뜯어보면 국가별로는 중국이, 주체별로는 기업의 부채 증가가 두드러진다.

자료 : IMF, SK 증권

제 아무리 중국이라 하더라도 급증한 부채를 해결할 수 없을 것이라고 추론하는 것도 무리는 아니다. 실제 GDP 성장률이 둔화되는 가운데 부채 부담이 높아졌던 국가들은 금융위기를 겪었다. 태국, 아일랜드, 그리스 등 사례는 한두개가 아니다. 지난 5 년간 중국의 GDP 성장률은 10%P 이상 둔화되었고, 부채 비율은 50% 이상 높아졌다. 금융위기를 겪었던 다른 나라들에 비해서도 나쁜 숫자들이다. 당장의 금융위기를 상정하지 않아도 중국의 효율성, 즉 생산성 둔화는 현저하다. GDP 생산에 들어가는 투자와 신규 자본 투입이 높아졌다. 투자와 자금 투입 대비 효율이 떨어졌다는 얘기다.

GDP 성장률이 둔화되는 가운데 부채 부담이 높아졌던 국가들은 금융위기를 겪었다. 중국의 숫자는 그 중에서도 나쁜 쪽에 속한다.

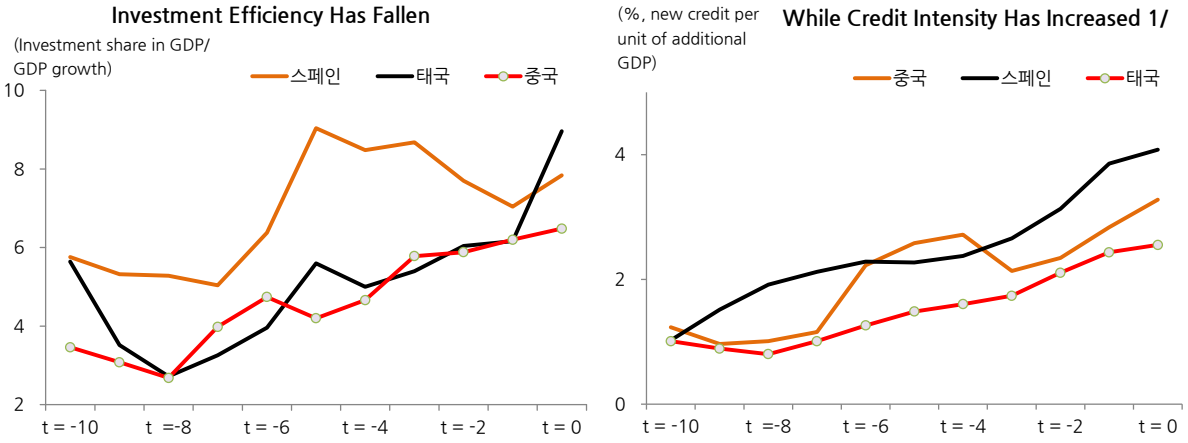


자료 : IMF "Resolving China's Corporate Debt Problem"

주: 1/ Average growth differential between 5 year post boom and 5 year pre-boom periods

2/ No growth change as China's boom has not ended, 3/ Banking crisis is identified following Laeven and Valencia (2012))

GDP 생산에 들어가는 투자와 신규 자본 투입이 높아졌다. 투자와 자금 투입 대비 효율이 떨어졌다는 얘기다.



자료 : WEO(World Economic Outlook), IMF, BIS, SK 증권

주: t=0 은 크레딧이 피크를 찍은 연도, 1/ Calculated on a 3 year window

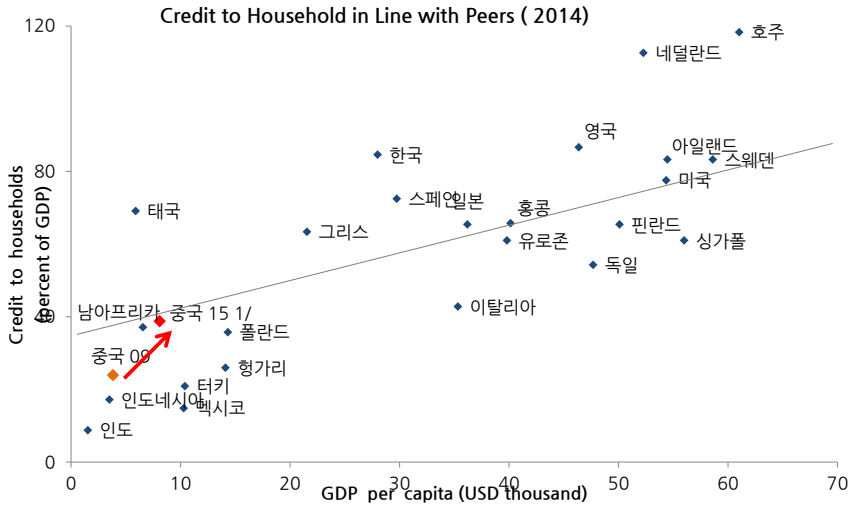
Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

중국의 빚은 기업에 몰려 있다

더 파고 들면 중국 빚은 유독 기업에 집중되어 있다. 중국의 가계 부채는 GDP 대비 40% 내외이다. 지난 2009 년에 24% 였던 것을 감안하면 꽤나 가파르게 증가한 셈이다. 다만 빠르게 늘어났음에도 다른 국가와의 상대비교를 해보면 중국의 1 인당 GDP 규모에 부합하는 수준이다.

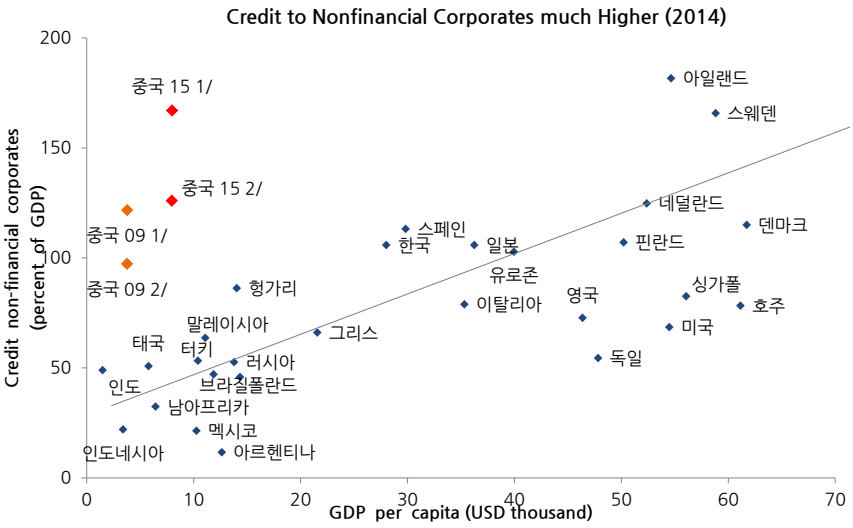
반면 중국의 기업부채는 매우 높아져 있다. 미국의 기업부채가 GDP 대비 70% 내외, EU 가 100% 내외인데 반해 중국의 기업부채는 120%를 상회한다. 1 인당 GDP 를 감안하면 터무니 없이 높은 수준이다.

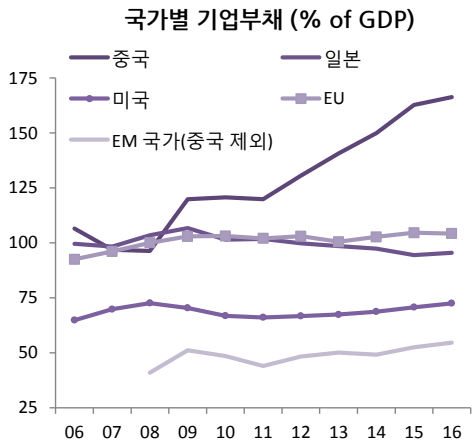
빚도 빚인데 기업부채가 많다



중국의 가계는 상대적으로 빚이 적은 반면, 기업 부채는 매우 높아져 있다.

미국의 기업부채가 GDP 대비 70% 내외, EU 가 100% 내외인데 반해 중국의 기업부채는 120%를 상회한다. 1 인당 GDP 를 감안하면 터무니 없이 높은 수준이다.





자료 : BIS, IMF Staff Calculations, CSIS (Center for Strategic & International Studies), SK 증권

주: 1/ Calculated as total social financing minus equity and household loans

2/ Calculated as total social financing minus equity, LGFV borrowing and household loans

이미 노이즈는 꽤나 있었다

늘어난 부채로 인한 노이즈는 이미 꽤나 있었다. 중국 좀비 기업들에 대한 경고도 새로운 일이 아니다. 중국 내몽골의 지방금융기관은 돌아오는 채권을 막지 못하기까지 했다.

신용평가 기관들도 중국에 대한 평가를 낮추는 작업을 진행 중이다. 무디스는 지난 5월말 1989 년 이래 처음으로 중국의 장기 국채 및 외화 발행 등급을 A1 으로 한단계 하향 조정했다. S&P 도 지난 해 중국의 국가 신용등급을 AA-에서 A+로 한 단계 강등했다.

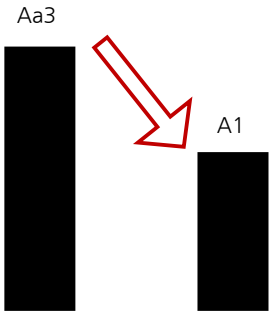
호주 중앙은행 역시 중국 기업부채 문제를 적극 경고하고 있다. 중국이 호주의 최대 비즈니스 파트너 임을 감안하면 중국의 경제는 호주에게도 중요한 문제이다. 호주 중앙은행은 GDP 대비 기업부채가 선진국 수준을 초월하며 1 인당 국민소득이 비슷한 국가보다 3 배 이상 높다는 점을 지적했다.

IMF, BIS 에서 중국 부채에 대한 경고의 목소리는 매우 높다. 신용평가 기관들 역시 지난 해 중국의 신용등급을 하향 조정한 바 있다.

"Global debt is at historic highs, reaching the record peak of US$164 trillion in 2016, equivalent to 225 percent of global GDP. The world is now 12 percent of GDP deeper in debt that the previous peak in 2009, with China as a driving force"

– IMF Fiscal Monitor April 2018

Moody's 신용등급 하향



2017 년 5 월 24 일 신용 평가사 무디스는 중국의 신용등급을 하향했다. 무디스는 중국의 성장세 둔화와 부채 증가에 따른 재무 건전성 악화를 우려하면서 신용등급을 하향 조정했다.

중국 당국이 생산성이 둔화하고 노동인구가 줄어들고 있음에도 고성장 기조를 유지하고 있다며, 이를 달성하기 위해서는 부채 규모를 계속 늘려 경기를 부양시키는 방법을 택할 수밖에 없을 것으로 전망했다.

자료 : http://fingfx.thomsonreuters.com/gfx/mgs/CHINA-DEBT-GRAPHIC/0100315H2LG/, SK 증권

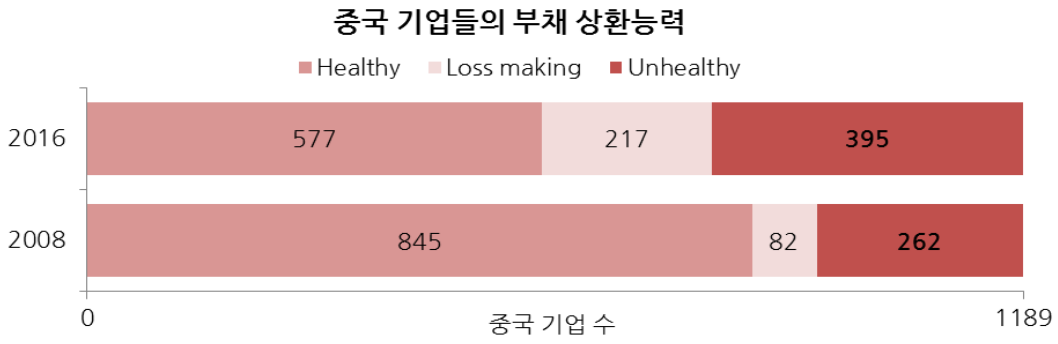
Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

중국 기업부채에 대한 지적도 계속되고 있다. IMF 는 중국 기업 부문에 대한 상업 은행 대출의 15.5 %는 회사 수입이 대출의 이자 비용을 충분히 충당 할 수 없는 "위험"으로 간주 될 수 있다고 추정했다. IMF 는 60 %의 손실률을 가정 할 때 이러한 위험에 처한 대출이 중국 GDP 의 7 %에 해당하는 손실을 초래할 것이라는 예측을 내놓았다. 최근 중국 은행의 NPL 은 안정되어 있지만, 향후 NPL 이 급격히 높아지며 금융 시스템 리스크로 확대될 위험을 경고한 셈이다.

중국 현지에서도 경계감은 작지 않다. 중국 해통증권에 따르면, net debt/EBITDA ratio 가 5 이상인 손실발생 및 위험 기업의 비율은 2008 년 대비 2 배 가량 늘어났다. 상장사 중 상환 능력이 약화된 기업은 2016 년 기준 총 610 여개로 나타났다. 양호 기업은 2008 년 850 여개에서 2016 년 600 개 이하로 줄어들었다.

실제 FT 의 보도에 따르면 중국 본토기업들의 채권 디폴트가 늘어나고 있다. 올해 들어 9 개 기업의 디폴트가 발생했고 채무불이행 규모는 전년대비 30% 이상 늘어났다. 앞으로도 중국 기업들의 디폴트는 더욱 많아질 가능성이 높다. 무디스는 향후 2 년 동안 상당한 규모의 차환 수요가 있으며, 내년에만 3 조 위안(약 510 조원)의 역내 회사채의 만기가 돌아온다고 지적했다.

중국 해통증권에 따르면 손실발생 및 위험 기업의 비율은 2008 년 대비 2 배 가량 늘어났다



중국 해통증권은 기업들의 부채 상환능력을 판단하기 위해 1,189 개 중국의 Mid-to Large-cap 기업들을 분석했다. 위 차트는 net debt/EBITDA 를 이용해 만든 차트로 기업이 현 시스템을 유지할 경우 부채를 모두 상환하기 위해 몇 년이 걸리는지 알아보기 위해 만든 것이다.

Net debt/EBITDA ratio 가 0~5 일 경우 “Healthy”, 즉 건강한 기업으로 분류했다. 중국의 건강한 기업은 2016 년, 2008 년 대비 -31.7% 감소했다. 반면 net debt/EBITDA ratio 가 5 이상인 “Unhealthy” 기업과 “Loss making” 기업은 증가했다

자료 : http://fingfx.thomsonreuters.com/gfx/mgs/CHINA-DEBT-GRAPHIC/0100315H2LG/, SK 증권

중국 내부에서의 경고는 최장기간 중국 중앙은행 총재를 역임한 저우샤오촨의 입에서도 강조되었다. 중국의 저우샤오촨 전(前) 인민은행 총재는 올 해 3 월 중국 금융계에서 가장 높다는 그 자리에서 물러날 때까지 무려 15 년 동안(2002 년 12 월 임기 시작) 총재를 역임한 인물이다. 그에 대해서 실로 중국 금융 역사에서는 대단한 존재감을 보유하고 있다고 평하더라도 크게 이견을 제시할 사람은 없을 것이다. 이룩한 업적은 중국 은행의 부실채권 청산, 은행 IPO 를 통한 대규모 자금 확보, 고정환율제 폐지, IMF SDR 통화바스켓에 위안화 편입 등등이 있는데, '중국의 그린스펀', 혹은 'Mr. RMB'라는 별명만 듣더라도 그의 중후한 가치를 실감하기에 충분하다.

그런 저우샤오촨이 사실상 퇴임이 확실시 되었던 2017 년부터 중국 경제에 조금씩 쓴소리를 내기 시작했다. 키워드는 '부채'였다. 특히 10 월 19 일 제 19 차 공산당 전국대표대회(당대회)에서는 부채에 의한 금융시스템의 붕괴를 의미하는 민스키 모멘트(Minsky moment)를 언급하기도 해 화제를 불러모았다. "기업부채 수준은 상대적으로 높고 가계부채도 너무 빨리 증가하고 있다"며 시진핑 국가주석 집권 2 기에 대한 경고도 서슴지 않으면서 말이다.

저우샤오촨 인민은행 총재 "조만간 은퇴"... '민스키 모멘트'도 경고

(전략) 저우 총재는 이날 기자회견에서 시진핑 국가주석 집권 2 기 가장 큰 과제로 부채 급증에 따른 리스크 방지를 들었다. 그는 *"'민스키 모멘트'로 이어질 수 있는 과도한 낙관주의로 인한 리스크를 방지할 것"이라며 "기업 부채 수준은 상대적으로 높고 가계부채도 너무 빨리 증가하고 있다"고 지적했다.*

민스키 모멘트는 미국 경제학자 하이먼 민스키가 주장한 이론에서 비롯된 것으로 과도한 부채 확대나 통화완화 정책에 의존한 장기간의 경제성장이 끝나고 나서 갑작스럽게 자산버블이 붕괴하는 것이다. 저우 총재는 *"친경기순환적인 요인이 너무 많으면 경기변동이 확대되고 이 기간 과도한 낙관론이 형성돼 민스키 모멘트로 이어질 수 있는 모순이 축적된다"*며 "우리는 이런 극적인 변화를 막는 데 초점을 맞춰야 한다"고 설명했다. 그러면서도 저우 총재는 "중국은 자산버블에 대한 갑작스런 조정으로 일어날 리스크를 통제할 것이며 지방정부 산하 기관들의 숨겨진 부채도 진지하게 처리할 것"이라며 "당국이 신용에 대한 통제를 철저히 하는 한 중국의 전반적인 부채 수준은 낮아질 수 있다"고 낙관했다.

– 이투데이, 2017 / 10 / 19 –

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

그와 같은 경고가 한 차례에만 그쳤던 것은 아니었다. 곧 이은 11 월 4 일에는 인민은행 홈페이지에 기고문을 올려 현재 중국 경제에 대한 본인의 적나라한 생각을 공개했다. 특히 해당 글에서는 정부/기업 부채, 부실대출 증가, 그림자 금융 문제를 집중적으로 다뤘는데, "기업이 부채비율을 낮출 수 있도록 지원하는 동시에 좀비기업의 퇴출을 정부가 유도해야 한다"는 적극적인 의견을 개진하기도 하였다.

물론 저우샤오촨의 의견 하나 만으로 중국 금융 및 경제 전반에 대한 의견에 동요할 필요는 없다. 중국 내에서도 그의 '민스키 모멘트'라는 파격 발언에 대한 많은 반박들이 제기되었고, 시진핑 2 기로 대변되는 중국 정부당국 또한 그의 의견에 공식적으로 동의하는 모습을 보이지는 않았기 때문이다.

中 인민은행 총재 "레버리지, 거시경제 취약성의 원인" 재차 경고

중국 금융의 수장인 저우샤오촨 중국 인민은행 총재가 중국 내 금융 위기가 발생할 가능성을 경고하며 레버리지 규제에 나서야 한다고 주장했다. 6 일 블룸버그통신 등에 따르면 저우 총재는 지난 4 일 인민은행 홈페이지에 '금융시스템의 리스크가 발생하는 것을 막기 위한 마지노선을 사수하라'라는 제목의 기고를 올리고 중국 시장의 과도한 레버리지가 거시 경제를 취약하게 하고 있다고 말했다.

그는 특히 정부와 기업의 부채, 부실 대출 증가, 그림자 금융 등의 문제를 지적했다. 그는 "부채 비율이 증가하며 중국 금융 시스템이 취약해지는 문제가 점차 심화하고 있다"며 "높은 레버리지는 거시 경제 취약성의 궁극적인 원인"이라고 강조했다. (중략)

이에 따라 저우 총재는 "국가는 규제를 강화하고 시장이 실물경제를 보다 지원할 수 있도록 해야 한다"고 말했다. 특히 기업이 부채 비율을 낮출 수 있도록 지원하는 동시에 부실기업(좀비기업)의 퇴출을 정부가 유도해야 한다고 강조했다.

– 이데일리, 2017 / 11/ 06 –

이제 해결하러 갑니다

앞으로 중국의 부채 문제가 더욱 수면위로 떠오를 것으로 보는 이유는 바로 중국 정부 스탠스의 변화 때문이다. 중국은 고유의 모델로 성장하고 있는 만큼, 서구의 시각으로는 완전히 이해하지 못한다는 것이 과거 입장이었다면, 최근에는 기업부채 축소를 최우선 과제로 삼고 있음을 공식화하고 있다. 중국 정부가 부채 문제를 심각하게 생각하기 시작했으며, 해결을 위한 본격 액션에 들어갔다는 것을 의미하는 대목이다.

시진핑 주석은 금융 리스크 건전화 정책을 우선시 하고 있음을 전면에 내세웠고 지방정부, 국유기업 등 전방위적으로 부채 축소를 위해 노력할 것을 주문하고 있다. 가장 많은 빚을 지고 있는 국가인 중국 정부의 스탠스 변화와 글로벌 금리 상승이 더해지면서 부채 문제는 이제 정말로 수면 위로 올라온 셈이 되었다.

시진핑 주석은 금융 리스크 건전화 정책을 우선시 하고 있다.

China's Alarming Debt Pile Seen Finally Stabilizing in 2018

by Bloomberg News

Updated on 5 April 2018, 11:13 AM
Published on 3 April 2018, 6:59 PM

(Bloomberg) -- China's massive debt pile may finally stabilize this year as President Xi Jinping prioritizes control of financial risks, according to economists.

Total debt will be 260 percent of gross domestic product at the end of 2018, the same as it was 12 months earlier, according to the median estimates of 21 economists surveyed by Bloomberg in March. In nominal terms, that would mean the growth in debt is slowing to roughly the same pace as the economy.

China is one of the countries most at risk of facing a banking crisis, the Bank for International Settlements warned recently, and Xi's newly appointed top economic officials aim to prevent such an outcome. Stricter regulations, curbs on lending between financial institutions, and a gradual increase in borrowing costs over the past year have all contributed to the deceleration of credit growth, and that campaign has now expanded beyond the financial sector.

"The deleveraging campaign will be comprehensive this year -- local governments, state-owned firms, households. There is no escape," said Shen Jianguang, chief Asia economist at Mizuho Securities Asia Ltd. in Hong Kong. Shen projects that the debt ratio peaked last year and will decline because of the government's actions and robust corporate earnings.

시진핑 주석이 국가 정책 중 금융 리스크 건전화를 우선시 하는 것을 감안 했을 때 현재 중국이 가지고 있는 거대한 부채는 완화될 것으로 보인다. BIS 가 말한 것처럼 중국은 거대한 부채로 인해 리스크가 높다. 이에 대해 시진핑은 최근 중국 경제 부처 임원들에게 강도 높은 규제를 통해 문제를 해결할 것을 요구했다.

미주호 아시아 총괄 이코노미스트는 "중국의 디레버리징 캠페인은 누구도 피해갈 수 없다. 지방 정부, 국영기업 그리고 가계 모두 참여해야 한다." 고 말하며 중국의 부채 비율은 당국의 노력 아래 2017 년을 고점으로 하락할 것으로 예상했다.

자료 : https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-04-03/china-s-alarming-debt-pile-seen-finally-stabilizing-this-year, SK 증권

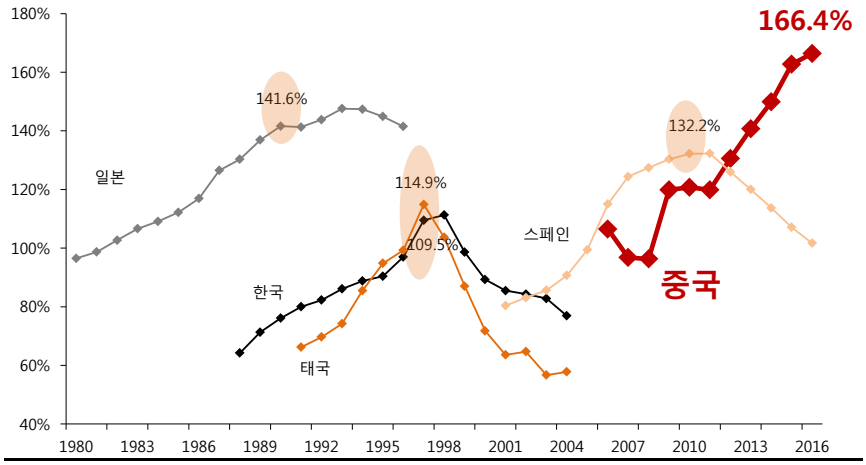
Analyst 김효진, 손지우 (3773-9956, 3773-8827)

3. 중국부채 위기의 신호탄, 하이난그룹(HNA)

세부적으로 SK 증권 리서치센터는 금번 보고서에서 "기업부채"에 조금 더 치중해서 살펴보고자 한다. 이유는 상대적으로 가계보다 기업의 위험성이 조금 더 높아 보이기 때문이다. 이 역시 데이터로 확인된다. BIS 의 GDP 대비 기업부채(Total Credit to non-financial corporations) 데이터를 분석해 본다면 현재 중국은 과거 위험을 겪었던 국가들의 그것을 상회하고 있음이 나타난다. 과거 정점에서 그들(1990 년 일본, 1998 년 한국/태국, 2010 년 스페인)의 비율은 약 110~140%에 분포했던 것에 반해, 중국은 2016 년에 이미 166.4%까지 도달했다. 속도의 가파름은 이들을 뛰어넘는다.

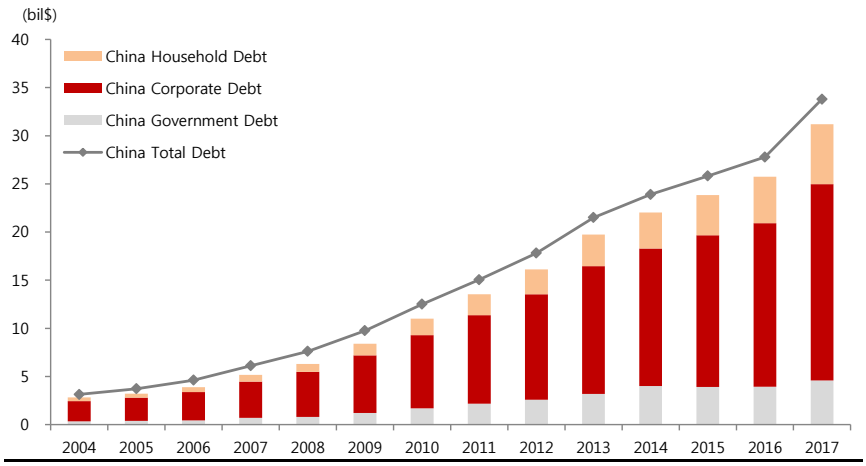
중국 총부채 역시 2017 년을 기준으로 무려 $30 조를 넘어섰는데, 이 중 60% 이상을 차지하는 것이 기업부채다. 증대속도도 당연히 가장 빠르다. 우려가 안 될 수 없다.

BIS 기업부채비율은 이미 과거 위험국가들의 수준을 넘어선 중국



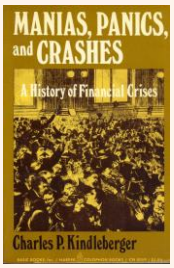
자료 : BIS, SK 증권

중국 총부채 증대에서 가장 큰 비중을 차지하는 것은 기업부채임



자료 : Bloomberg, SK 증권

현재 상황에서 중국의 기업부채를 조금 더 신경 써서 봐야 하는 이유는 한 가지가 더 있다. 바로 '부정과 비리'가 최근 기업부채와 연관되어 대두되고 있다는 부분이다. 왜 '부정과 비리'가 중요하냐고 묻는다면 세계 경제 역사에서 '버블'에 관해서는 둘 째가라면 서러울 경제학자 찰스 킨들버거(Charles Kindleberger) 이야기를 꺼내지 않을 수가 없는데, 그는 고전이라 할 수 있는 저서 'Manias, Panic and Crashes: A History of Financial Crisis(광기, 패닉, 붕괴: 금융위기의 역사)'에서 다음과 같은 말을 남겼다.



어느 자산가격의 거품이든 거품이 붕괴할 때면 반드시 부정과 사기가 발견된다. (중략) 부패 발생건수는 신용공급과 아주 유사하게 경기순환의 파동이 올라가면 함께 증가한다

– Manias, Panic and Crashes: A History of Financial Crisis, Charles Kindelberger

앞서 언급했지만 현재 중국의 부채 수준이 경제에 위협이 될 지 안 될 지에 대해서는 쉽게 결론 내릴 부분이 아니다. 우리가 기억하듯이 GDP 대비 부채비율이 90% 이상이 되면 위험하다는 카르멘 라인하트(Carmen Reinhart)와 케네스 로고프(Kenneth Rogoff)의 주장은 많은 논리적 허점이 있었음이 다방면의 반박을 통해 드러났었다. 그만큼 수치로 산출된 '중국 부채비율 몇 %'라는 자체에 지나치게 집착할 필요는 없다.

하지만 ① 그들의 부채 수준이 과거 위기를 겪었던 국가들만큼 빠른 속도로 높아졌을 뿐만 아니라, ② 킨들버거의 경고에 의거할 경우 만약 중국의 부채 확증과정에서 과도한 부정 혹은 비리가 발견되었다면, 현재 중국의 부채 상황에 대해서 만큼은 충분히 주의 깊게 살펴볼 만하다고 사료된다. 실제로 우리가 기억하는 최근의 경제 위기, 2011년 PIGS로 대변되는 유럽위기, 2008년 리먼사태, 한국의 2003년 카드대란은 모두 부정과 비리가 문제를 증폭시켰었다.

그렇다면 당연히 이어질 질문은 '현재 중국기업들의 부정/비리 및 부채 문제가 연관되어 일어나고 있는가?'일 텐데, 대답은 공교롭게도 '그렇다'이다. 마침 중국은 현재 대규모 기업들의 정경유착으로 대변되는 부정, 비리 문제로 홍역을 앓고 있다. 그리고 그들은 공통적으로 지나친 부채를 축적하면서 문제의 시발점을 만들어냈다.

이에 해당하는 대표적인 이름은 완다그룹, 안방보험그룹, 푸싱그룹, 저장 로소네리 그룹 등인데, 그 중에서도 우리가 가장 주목하는 것은 바로 하이난 그룹이다.

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

부실그룹에 칼을 빼든 중국, 그 중심에 서 있었던 하이난

지난 2017 년 6 월 23 일, 중국의 은행업감독관리위원회(은감회)는 자국 내 주요 기업들의 과도한 해외기업 M&A 에 대한 대출현황 조사에 나섰다. 대상은 앞서 언급한 완다그룹, 안방보험그룹, 푸싱그룹, 저장 로소네리 그룹, 그리고 하이난 그룹이었다. 구체적으로 은감회는 각 상업은행(공상, 건설, 교통, 광발은행 등)에게 해당그룹의 대출현황과 대출담보 관련 보고서의 제출을 요구했는데, 리우 지칭 은감회 리스크 부위원장은 당시 "일부 대기업의 시스템적 리스크가 우려스럽다"라고 언급한 바 있다. 이미 1 년 전부터 중국은 기업부채에 대한 문제를 인식해왔다는 것을 확인할 수 있는 부분이다.

해당 5 개 그룹들의 공통점이 있다면, 단순히 부채만 대규모로 축적된 그룹이 아니라 지난 수년 새에 지나치게 공격적인 M&A 로 외형을 불려왔다는 것이다. 사실 중국 정부는 2008 년 글로벌 금융 위기 이후로는 자국 기업의 해외 M&A 를 장려해왔었다. 산업발전을 위한 가장 빠른 방법이라 생각했었기 때문이다. 2014 년에는 정부의 사전승인을 받아야 하는 해외 M&A 규모를 기존 $1 억에서 $10 억으로 높이기까지 했었다.

5 개 그룹들은 이를 틈타 지나친 외형확장에 집착했는데, 여기서 문제가 발생하게 되었다. 자금확보를 위해 부채를 무리하게 늘린 것이었다. 이는 당연히 경제위기로 연결될 수 있기 때문에 결국 중국 정부는 사전에 이에 대한 규제에 나선 것으로 해석된다.

中당국, 대기업 해외 M&A 손 본다... 완다·안방보험등 일제조사

중국 은행당국이 안방보험을 포함한 주요 기업들을 상대로 해외 기업 인수·합병(M&A)과 대출 현황 등에 대한 일제 조사에 나섰다. 23 일 사우스차이나모닝포스트(SCMP) 등에 따르면 은행업감독관리위원회(은감회)는 하이난항공(HNA)그룹, 다롄완다그룹, 안방보험, 푸싱인터내셔널, 저장 로소네리 등과 관련된 대출 현황과 대출 담보 관련 보고서를 제출할 것을 은행권에 요구했다. 최근 해외 기업 M&A 에 적극적이었던 민영기업들이며 중국 정부가 자본유출에 대한 본격적인 관리에 들어간 것으로 보인다. (중략)

은감회는 각 상업은행에 이들 기업에 대한 조사에 착수할 것을 지시했다. 당국의 통지를 받은 은행에는 공상은행, 건설은행, 교통은행, 광발은행 등이 포함됐다. 리우 지칭 은감회 리스크 부위원장은 "일부 대기업들의 시스템적 리스크가 우려스럽다"고 말했다. (중략)

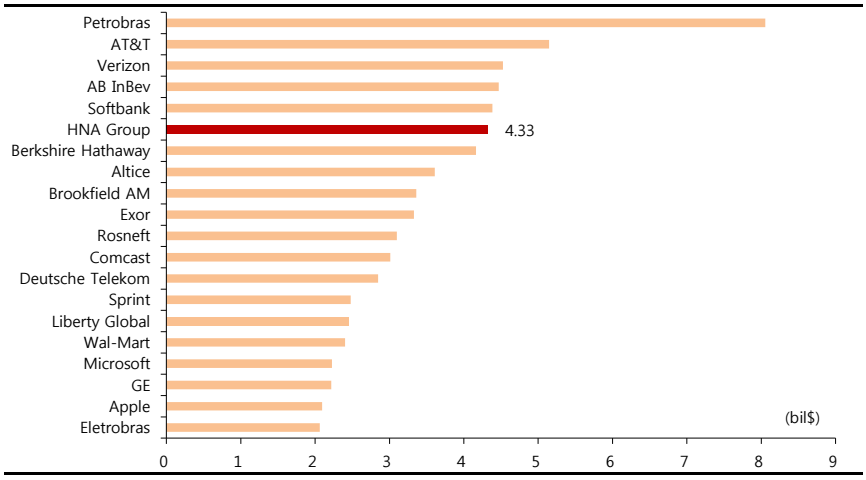
중국은 올 가을로 예정된 19 차 당 대회를 앞두고 금융위험을 억제하기 위해 각종 조치를 취해왔다. 이번 조치 역시 대대적인 정치적 이벤트를 앞두고 금융시장의 안정성을 확보하려는 당국의 의중이 반영된 것으로 풀이된다. 파이낸셜타임스(FT)는 이번 조사 대상기업들의 리더들이 중국 핵심 권력층과 긴밀하게 연관돼 있다는 점을 고려하면 중국 당국의 단속 의지가 매우 강한 것을 알 수 있다고 설명했다.

– 이데일리, 2017 / 06/ 23 –

그러나 그 중에서도 가장 주목을 받은 그룹은 바로 하이난 그룹이다. 일단 유동성의 압박이라는 부분에서 단기적으로 가장 화두에 올라섰다. 2017 년 8 월을 기준점으로 하여 전 세계에서 12 개월 누적으로 가장 많은 금융비용 압박을 받은 기업을 조사해볼 때, 놀랍게도 하이난 그룹은 상당히 높은 순위인 6 위에 올라 있다. 상기에서 중국정부가 지목한 5 개의 그룹 중 상위 20 위 안에 포함되는 것은 하이난이 유일하다.

금융비용 세계 6 위라는 수치는 놀라울 수밖에 없다. 그들보다 많은 기업이라고 해봐야 이미 국가부도 위기를 넘나들고 있는 브라질의 국영석유기업 Petrobras, 그리고 세계적인 통신기업인 AT&T 와 Verizon, 그리고 손정의 회장의 Softbank 정도다. 사실 통신기업은 사업 특성 상 자본적 지출(CAPEX, capital expenditure)이 많은 탓에 당연히 금융비용이 대규모로 잡히는 것이니 이런 순위가 문제되지는 않는다. 이를 감안하고 본다면 국영석유기업도 아니고, 더군다나 통신기업처럼 채권 발행규모가 방대해야 하는 것도 아닌 하이난 그룹이 6 위에 올라있는 것은 분명히 큰 문제다.

2017 년 8 월 기준, 직전 12 개월 금융비용에 있어서 하이난 그룹은 무려 글로벌 6 위에 위치되어 있음



자료 : BIS, SK 증권

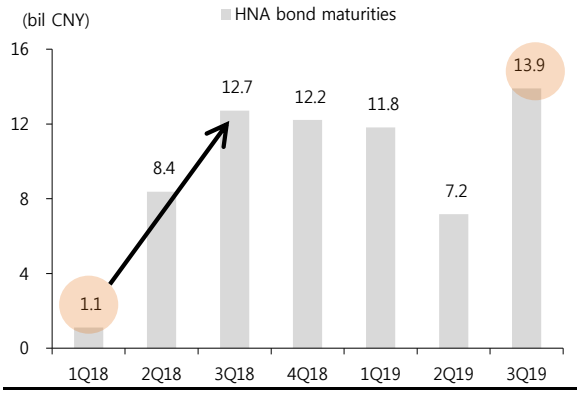
Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

더욱 큰 문제는 앞으로 이러한 자금압박이 계속 커질 수밖에 없다는 것에 있다. 하이난 그룹의 만기도래 채권 스케줄을 살펴보면 2018 년 하반기로 갈수록 압박이 더욱 커지는 것이 확인된다. 1Q 만 하더라도 11 억 위안에 불과한데, 2Q 에는 84 억 위안, 3Q 에는 무려 127 억 위안까지 상승하게 된다. 그리고 정확히 1 년 뒤인 2019 년 3 분기에는 그보다 더 높은 139 억 위안의 채권만기물량이 계획되어 있다. 말 그대로 첩첩산중이다.

하이난그룹의 채권수익률 추세는 이런 위기를 여실히 반영하고 있다. 2019 년 3 월 만기인 채권은 2016 년까지만 하더라도 3% 수준의 yield 가 안정적으로 유지 중이다가 2017 년부터 급격한 상승세가 나타나기 시작했다. 그리고 결국 2018 년 초에서는 무려 9% 수준에 도달하기까지 했다. 물론 연초 중국정부의 잇따른 지원정책이 나오면서 최근 7% 수준까지 하락은 했지만, 어느 정도로 이들의 채무 위험을 시장이 인지하고 있는 지 잘 보여주는 데이터임을 알 수 있다.

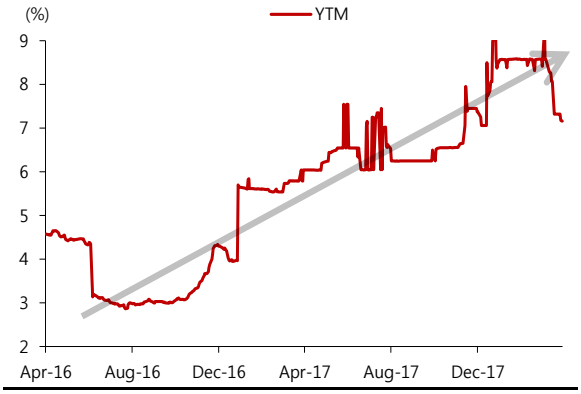
그렇다면 도대체 이들은 왜 이렇게 심각한 유동성의 위기, 부채의 덫에 빠지게 된 것일 것? 앞서 언급된 기사 내용 그대로이다. 지나치게 외형확장에만 집착을 한 결과물이다.

하이난의 만기채권물량은 1Q18 이 가장 적음, 갈수록 급증세임



자료 : Bloomberg, SK 증권

2019 년 3 월 만기 채권 yield 는 2017 년부터 급격히 상승

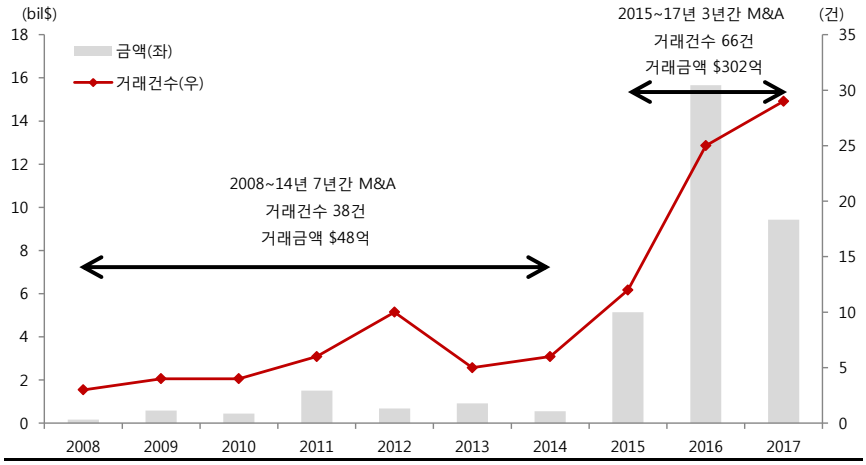


자료 : Bloomberg, SK 증권

하이난 그룹이 M&A 시장에서 활발하게 움직인 것은 사실 어제 오늘 만의 이야기가 아니다. 2000 년대 이후로는 꾸준하게 외형확장을 추진해왔다. 2008 년부터 2014 년까지 7 년 간 M&A 를 총 38 건 성공시켰고 금액도 $48 억에 이르렀었으니 말이다.

하지만 2014 년 정부의 해외 M&A 규제가 완화된 이후로는 도를 넘어설 정도의 외형확장추세를 보였다. 이전과는 비할 만한 수준이 아니었다. 수치상으로 살펴볼 때 2015 년부터 2017 년까지 단 3 년 동안 그들은 M&A 를 무려 66 건, 금액으로는 $302 억에 달하는 딜들을 강행했는데, 이는 직전 7 년(2008~14 년)보다 지난 3 년(2015~17 년)이 금액 기준으로는 거의 6.3 배에 해당하는 수치였다. 문제는 바로 여기에서 시작됐다.

하이난 그룹의 2015~17 년 3 년간 M&A 규모 $302 억은 직전 7 년의 $48 억 대비 6 배에 해당함



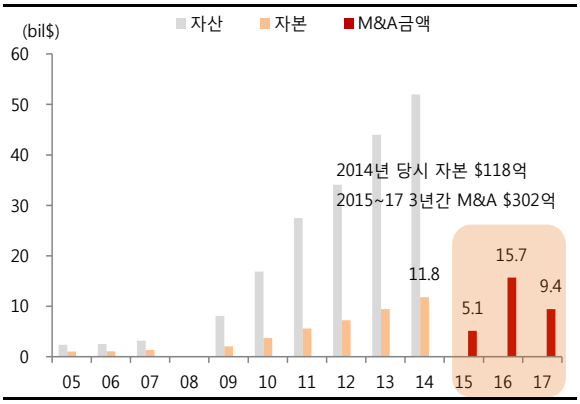
자료 : Bloomberg, SK 증권

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

2014 년말 기준 그들의 자산규모는 $519 억, 그 중에서도 자본규모는 $118 억이었다. 그런데 앞서 언급한 바와 같이 이후 2015~17 년 3 년 간 M&A 에 투여된 금액 $302 억이었다는 것은, 당시 그들의 자본규모보다 약 3 배나 많은 금액에 해당한다는 것이다. 누가 보더라도 이는 무리한 일이었다.

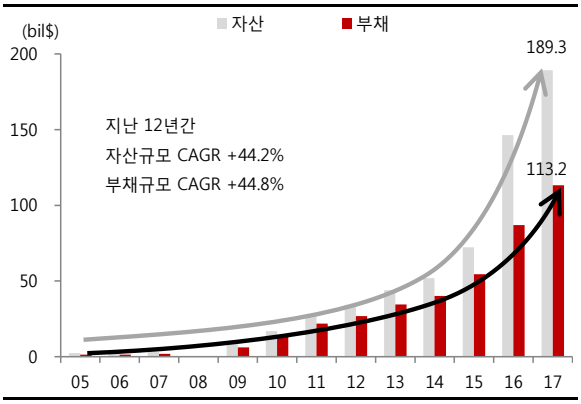
때문에 그들은 M&A 를 위해서 당연히 부채규모의 확대를 꾀할 수밖에 없었다. 가장 이상적인 일은 벌어들인 현금으로(영업현금) 외형확대를 진행하는 것이었겠지만, 아무리 그렇다 하더라도 3 년 만에 자본규모의 3 배에 달하는 M&A 를 성사시키려면 하이난 그룹이 아니라 다른 어떤 기업이라고 하더라도 외부로부터 부채를 끌어당길 수밖에 없었을 것이다. 데이터로도 확인이 된다. 2005 년 이후 12 년간 자산규모 CAGR 이 +44.2%인데 부채규모 CAGR 이 그와 유사한 +44.8%이다.

2014 년 자본 $118 억 Vs 2015~17 년 M&A 금액 $302 억



자료 : Bloomberg, SK 증권

하이난그룹 부채와 M&A 증분



자료 : Bloomberg, SK 증권

그렇다면 이들은 도대체 3 년 동안 어떤 기업들을 이렇게 인수했을까? 해당 M&A 리스트들을 보면 놀라움을 금치 못하게 된다. 본업이었던 항공관련 업종에서 움직인 것도 분명히 있었지만, 런던의 로이터통신 본사와 미국 골프장 등 다수의 부동산, 호텔로 유명한 힐튼 그룹, 그리고 2017 년 들어서서는 도이치방크의 지분을 포함한 금융권에까지 손을 뻗쳤다. 그야말로 닥치는 대로 사들인 문어발식 확장이라는 표현이 딱 들어맞을 정도였다.

2015~17 년 간 하이난 그룹의 주요 M&A 리스트

날짜	기업	업종	비고	금액(bil$)
Jul-15	Swissport	Cargo and aircraft ground handler		2.8
Sep-15	Reuters headquarters in London	Real estate		0.33 이상
Sep-15	Tuniu corp	Chinese online travel agent		0.5
Sep-15	Avolon Holdings	Aircraft Leaser		2.6
Feb-16	Ingram micro	Electronics distributor		6.0
May-16	Gategroup	Airline caterer		1.5
Aug-16	Azul	Brazil's 3rd biggest airline	지분 23.7%	0.5
Oct-16	CIR group	Aircraft Leaser		10.0
Oct-16	US golf courses	Real estate		0.1
Oct-16	Hilton Group	Hotel	지분 25%	6.5
Nov-16	Kaitak land	Real estate		1.1
Jan-17	ANZ Bank New Zealand's UDC Finance	Bank		0.7
May-17	Deutsche Bank Stake	Bank		3.7

자료: SCMP, SK 증권

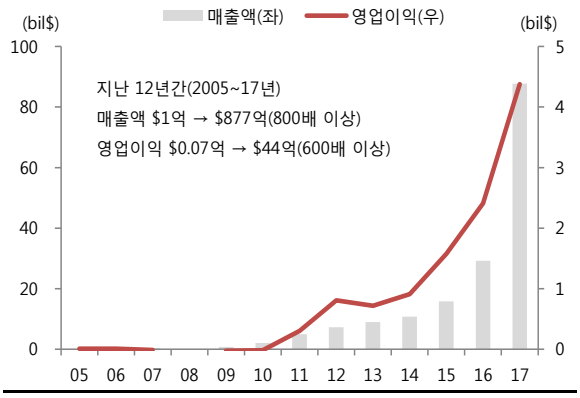
Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

물론 하이난 그룹이 이렇게 막대한 금융비용 및 자금압박을 견딜만한 현금을 창출하고 있다면, 즉 그렇게 확장한 만큼 신규사업에서 이익을 대규모로 취득하고 있다면 문제될 것이 없다. 그리고 얼핏 보기에는 충분히 감당할 만해 보이기도 한다. 최근 잇따른 M&A 로 외형확장을 해내면서 매출액의 절대규모는 정말이지 '폭증'했기 때문이다. 2005 년만 하더라도 약 $1 억에 불과하던 그들의 매출액은 2017 년 기준 $877 억까지 확대되었다. 12 년 만에 무려 800 배 이상 성장한 셈이다. 영업이익도 덩달아 급증했다. $0.07 억($700 만)에서 $44 억까지 역시 600 배 이상 확대되었다. 이렇게만 본다면 이런 대단한 성장세를 보인 그룹을 비난할 이유가 없지 않나 싶기도 하다.

하지만 중요한 건 이익의 '질'이다. 과도한 M&A 로 외형을 확장시킨 만큼 매출액/영업이익이 커진 것은 당연한 일이다. 하지만 매출액과 영업이익은 어디까지나 '회사'의 이익이지 '주주'의 이익은 아니다. 앞서서 분석한 것처럼 이들이 '채무자'로부터 대규모 부채를 끌어 쓴 만큼 당연히 채무비용이 대규모 지불되었을 텐데, 이를 제외하고 최종적으로 주주에게 환원된 이익을 봐야 할 것이다.

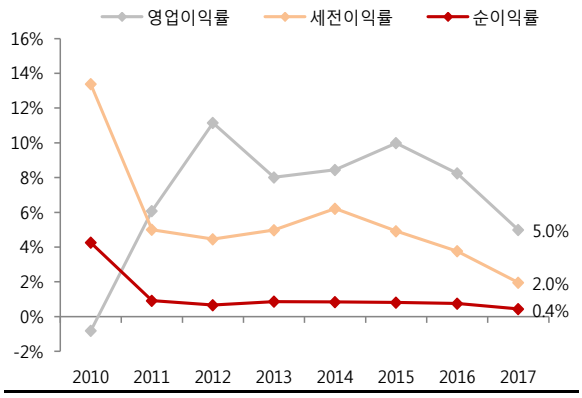
즉 세전이익과 순이익을 분석해봐야 하는데, 이는 처참할 정도의 수치가 산출된다. 대규모 M&A 이후 그들의 세전이익률은 지속적으로 하락하여 2017 년 2.0%까지 하락했고, 당기순이익률은 0.4%까지 하락했다.

매출액과 영업이익은 급격하게 성장하였음



자료 : Bloomberg, SK 증권

그러나 주주관점(채무비용차감)의 세전/순이익률은 매우 낮음



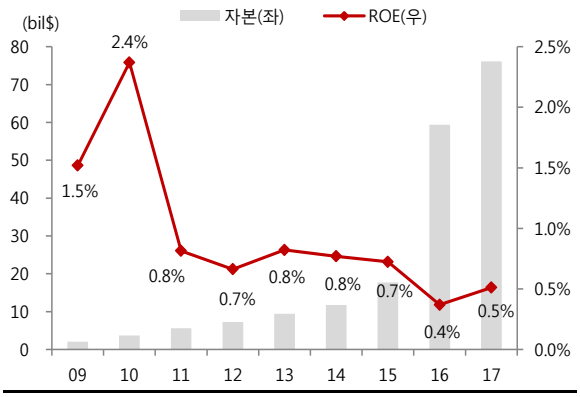
자료 : Bloomberg, SK 증권

일부 순이익률이 매우 낮은 기업은 지나치게 매출액이 높기 때문에 이런 일이 발생하기도 한다. 그렇기 때문에 역시 주주관점의 수익률로 가장 체크해보기 좋은 것은 ROE 다. 적정 ROE 의 수준은 일반적으로 바라볼 때 CAPM(Capital Asset Pricing Model)의 관점에서 판단하여 최소요구수익률(Cost of Equity) 이상이 되어줘야 한다고 말한다. 즉 사업 영위 시 ROE 가 이 정도 레벨은 되어줘야 주주 입장에서도 risk 를 감안하고도 사업을 영위할 가치가 있다고 판단하게 되는 것이다. 물론 때에 따라 달라지기는 하지만 통상 7~8% 수준인 것을 감안한다면, 하이난 그룹의 ROE 도 이 정도 되어준다면 큰 무리가 없다고 할 수 있을 것이다.

그렇지만 2017 년 그들의 ROE 는 놀랍게도 0.5%다. 혹시 1 회성 비용이 있었냐고 생각할 수 있겠지만, 2011 년 이후로 지금까지 ROE 는 2011 년 0.8% – 2012 년 0.7% – 2013 년 0.8% – 2014 년 0.8% – 2015 년 0.7% – 2016 년 0.4% –2017 년 0.5%로서 7 년 연속 1%를 넘지 못하는 수익성을 보여주고 있다. 엄밀하게 이야기하자면 3% 내외로 분포되고 있는 은행금리보다도 못하다는 것인데, 이럴 바에는 사업을 하지 말고 차라리 돈을 은행에 맡기는 것이 나은 셈이다.

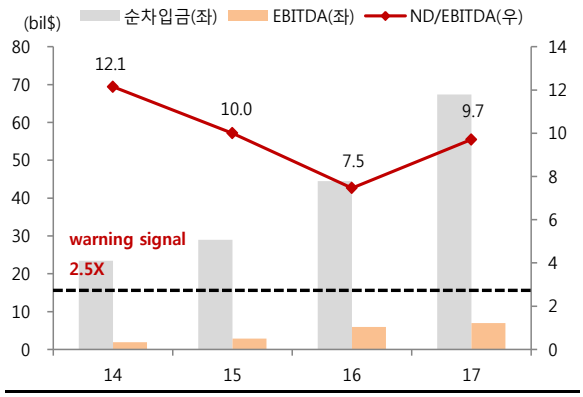
결국 이들이 외형확장은 원하는 만큼 이뤘을 지 모르겠지만, 그 과정 중에 부채를 과도하게 끌어서 썼고, 이로 인해서 이자비용에 대한 부담으로부터 헤어나지 못하고 있다는 것이 재무분석 결과로도 드러난다. 사실 어렵게 볼 것도 없다. 수익성과 채무부담, 유동성까지 판단할 수 있는 가장 좋은 지표인 ND/EBITDA 를 봐도 하이난 그룹의 문제는 바로 드러난다. 2014 년 이후 4 년 동안 10 배 내외에서 크게 벗어나지 못하고 있다. 통상적으로 2.5 배를 넘어가면 경고신호가 나온다는 것을 감안한다면, 이들의 부채비용 부담은 이미 도를 넘어선 수준이라고 할 수 있다.

하이난그룹의 ROE 는 2011 년 이후 1%도 넘지 못하고 있음



자료 : Bloomberg, SK 증권

ND/EBITDA 역시 약 10x 로 위험신호를 나타내는 2.5 배 한참 상회



자료 : Bloomberg, SK 증권

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

이렇게 보면 하이난 그룹이 왜 최근 유독 화두가 되었는지 쉽사리 알 수 있다. 앞서서 확인한 중국의 위험하리만치 높아진 기업부채, 그 도화선 역할을 한 주요기업의 과도했던 해외 M&A 랠리, 그리고 이를 제어하기 위해서 규제를 가하기 시작하는 중국 정부라는 스토리 라인이 모두 확인되는 이름이 바로 하이난이니 말이다.

하지만 중요한 요소 한 가지를 더 추가해야만 한다. 킨들버거가 경고했던 거품붕괴 순간에 늘 존재했던 부정과 비리, 이 결정적 요인이 하이난 사태의 핵심이다.

폭로되고 있는 하이난의 정경유착

중국 정부가 5 개 그룹의 재무실태에 대한 압박에 공식적으로 들어가기 시작한 것은 앞서서 밝힌 바와 같이 2017 년 6 월이었다. 하지만 흥미로운 사실 한 가지는, 그 직전에 하이난 그룹에 대한 놀라운 폭로전이 한 사람에 의해 펼쳐지기 시작했었다는 것이다. 그 인물은 바로 중국 투자회사 정취안 홀딩스와 판구 인베스트먼트의 지배주주인 궈원구이 회장. 그는 부패 혐의로 수배를 받아 미국으로 해외 도피 중이었는데, 2017 년 2 월 "부패 폭로 핵폭탄을 투하하겠다"라고 밝힌 이후 지난 해 내내 놀라운 사실(혹은 루머) 들을 언론에 폭로하면서 세간을 들끓게 만들었다. 현재 그는 중국정부와 날카로운 대립관계를 보이고 있고, 미국으로 망명신청을 해 둔 상태다.

폭로에는 꽤나 충격적인 내용이 많았다. 특히 주로 시진핑 국가주석의 최측근이자 실질적 2 인자인 왕치산 국가 부주석에 대한 내용들이 많았기 때문에 그의 발언이 몰고 온 파급효과는 적잖이 클 수밖에 없었다. 대표적으로는 왕치산 서기가 처제 명의로 미국 실리콘밸리에 약 $534 만 규모의 부동산을 보유하고 있다는 것(미국 화교대상 매체에 의해 사실로 확인), 중국의 톱스타 여배우 판빙빙이 왕치산을 포함한 중국 고위급 인사들에게 성상납을 했고 이를 촬영한 영상도 있다는 것(사실 미확인)을 꼽을 수 있겠다.

하지만 그 중에서도 단연 화두는 하이난 그룹에 관한 내용들이었다.

"부패폭로 핵폭탄 투하"... 中재벌, 당국과 전면전

"정치국 상무위원들의 은행 계좌, 재산, 부동산, 미국과 유럽에서의 자녀 교육 등에 대한 폭로는 누구도 막을 수 없다. 이제 시작일 뿐이다."
부패 혐의로 수배를 받아 해외 도피 중인 중국의 재벌 회장이 시진핑(習近平) 국가주석을 포함한 최고 지도부의 비리를 폭로하겠다며 사실상 전면전을 선포했다. 22 일 홍콩 사우스차이나모닝포스트(SCMP)에 따르면 미국에 머물고 있는 중국 투자회사 정취안(政泉)홀딩스와 판구(盤古)인베스트먼트 지배주주인 궈원구이(郭文貴·50·사진) 회장은 20 일 밤늦게 올린 트위터 글에서 "누구도 나를 협박할 수 없다"며 이같이 경고했다.

– 동아일보, 2017/ 04/ 20

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

궈원구이의 하이난 항공 부정과 비리에 대한 주장 몇 가지를 요약하자면 다음과 같다.

① 하이난 그룹의 지분 29%를 보유한 대주주 관쥔은 왕치산의 사생아다
② 당 고위간부의 아들인 류청지에도 하이난 지분을 22% 보유하고 있다
③ 이들은 하이난 항공 전용기를 마음대로 이용하고 사치행각을 벌였다

애초에 이런 주장을 할 때만 하더라도 곧이곧대로 믿는 사람은 거의 없었다. 하지만 그가 트위터 계정을 통해 하이난 그룹 비공개 주주인 왕치산 서기의 친인척 사항, 하이난 항공이 개인 전용기 이용권을 선물한 귀빈들의 명단을 공개하는 등 구체적인 증거들을 몇 가지 제시하자 반응은 조금씩 달라졌다. 또한 의혹이 제기된 직후 하이난 그룹의 대주주 관쥔이 자신의 지분을 비영리 자선재단인 하이난츠항 공익기금회에 아무런 대가 없이 양도했다고 밝히면서 의문은 더욱 증폭되고 있다.

중국 정부의 반응도 심상치 않다. 얼핏 루머 정도에 그칠 수 있는 이슈에 대해서 공영방송을 동원하면서까지 대응하고 있고, 그를 인터폴 적색수배 명단에 올리며 예민한 반응을 보이고 있다. 그러니 궈원구이를 둘러싼 세간의 관심은 갈수록 커질 수밖에 없다.

중국 비리 까발리는 '핵폭탄 입' 궈원구이 美 망명 성사될까

궈가 미국에 망명을 신청하는 이유는 안전 때문이다. 그도 그럴 것이 지난 몇 개월 간 궈는 중국 지도부의 치부를 연달아 폭로해 왔다. “나는 안전부와 공안부의 부탁으로 부패 관료의 해외 재산을 뒷조사하는 임무를 해 왔다. (시 주석의 지시를 받은) 푸정화 공안부 부부장이 왕치산 서기와 국영기업 하이난(海南)항공의 관계를 살펴보라고 부탁도 했다.”

"왕치산(王岐山) 서기가 처제 명의로 미국에 거액의 부동산을 갖고 있다. 이 부동산은 실리콘밸리 근처에 있는데 약 534 만달러(약 60 억원)정도다." (※미국 화교대상 매체에 따르면 실제로 왕치산 처제인 야오밍돤(姚明端)의 명의로 된 호화주택이 실리콘밸리 인근에서 확인됐다. 궈의 폭로 이후 화교들이 주소가 적힌 쪽지를 들고 이 주택 앞에 몰려와 기념사진을 찍는 등 명소가 됐다.)

“여배우 판빙빙(范冰冰)이 (왕치산 등) 중국 고위급 인사들에게 성상납을 했고 이를 촬영한 영상도 있다.” (※이에 판빙빙 소속사는 사실무근이라며 미국 LA 의 법률사무소에 궈원구이에 대한 명예훼손소송을 위임했다고 밝혔다.) (중략)

“하이난 항공그룹(HNA·하이항그룹)의 지분을 29% 보유한 대주주 관쥔(貫君)은 사실 왕치산의 사생아다. 당 고위간부의 아들인 류청지에(劉呈杰)도 하이난 지분을 22% 보유하고 있다. 이들은 하이난항공의 전용기를 마음대로 이용하면서 사치 행각을 벌여왔다.”(※하이항그룹은 최근 공격적인 해외 인수합병(M&A)에 나서며 무서운 성장세를 구가해 그 성장 배경에 관심이 쏠리는 기업이다. 해외 언론은 하이항그룹의 대주주인 관쥔이 정체 불명의 인물이라면서 하이항그룹의 지배구조가 매우 불투명하다고 지적했다. 지난 7 월 하이항그룹은 관쥔이 자신의 지분 29.5%를 비영리 자선재단인 하이난 츠항(慈航)공익기금회에 아무런 대가 없이 양도했다고 밝혀 더욱 의문을 자아내고 있다.)

– 중앙일보, 2017 / 09/ 09 –

하이난의 문제는 궈원구이에서만 생겨나는 것은 아니다. 미국의 뉴욕타임스는 2018 년 3 월 또 다른 의혹을 제기했는데, 하이난 그룹을 좌지우지하고 있는 실세는 설립자이면서 공동의장을 장기간 맡고 있는 왕지안이 아니라 그의 동생인 왕웨이라는 내용을 보도했다. 뉴욕타임스의 보도 내용을 요약하면 다음과 같다.

① 하이난 그룹은 가족/친구 경영체제고 M&A 는 왕웨이가 주도
② 왕웨이는 그룹의 공동의장 왕지안의 동생이지만 하이난에 고용된 적 없음
③ 1990 년대 초반 왕지안이 하이난 항공 설립 이후 왕웨이와 지속 JV 및 합작
④ 1994~2010 년 간 30 개 이상의 하이난 그룹 자회사 및 협력사 설립
⑤ 2000 년대 초반 왕지안은 하이난 퀴싱을 설립해 하이난 항공의 최대주주로 등극. 당시 하이난 퀴싱의 지분은 동생 왕웨이도 보유했음
⑥ 이후 하이난 항공을 국영에서 민영으로 전환시키고 퀴싱의 지분을 바탕으로 하이난 그룹 설립. 이 때 지분의 다수는 케이먼 제도 등 해외로 이전

뉴욕타임스는 이 장문의 기획 기사를 통해서 하이난 그룹의 불투명한 지배구조와 업무 프로세스에 대해서 날카롭게 지적을 하고 있다. 특히 창업자의 왕지안의 동생인 왕웨이가 수면 아래에서 하이난 그룹의 핵심업무에 적극개입하고 있다는 부분은, 그리고 이렇게 하이난 그룹이 친인척을 중심으로 경영이 되고 있다고 지적한 부분은 궈원구이의 지적과 동반하여 이들의 부정 및 비리에 대한 의혹을 동반 확대시키고 있다.

The New York Times

Behind the Rise of China's HNA: The Chairman's Brother

By David Barboza and Michael Forsythe

March 27, 2018

When a former Microsoft executive decided to sell his collection of eight golf properties in Washington State, a small Chinese company started quietly negotiating for them.

The company, West Coast Golf, said it was working on behalf of wealthy Chinese investors, including a Hong Kong company. Then the talks stalled.

A year later, a big Chinese conglomerate, HNA Group, suddenly swooped in and agreed to pay $137 million to buy the properties from the former tech executive's company, Oki Golf.

The two Chinese companies had an important connection: The head of West Coast Golf, Wang Wei, is the younger brother of HNA's longtime co-chairman, Wang Jian.

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

그런데 이렇게 많은 정경유착 및 비리 의혹이 제기되고 있는 하이난 그룹에 대해서 중국 정부는 더욱 의심스러운 결론을 내렸다. Wall Street journal 의 2018 년 3 월 2 일 보도에 따르면 정부 관료들은 2 월 초 하이난 그룹 선임 경영진들과 베이징에서 회동을 가졌고, 여기에서 관료들은 은행들에게 하이난 그룹에 대한 대출을 계속 지원하고 회사가 디폴트 상황에 직면하지 않도록 조치할 것으로 지시했다고 한다. 이로부터 며칠 뒤 국영인 중신은행 및 중국은행은 $32 억 규모의 신규대출을 단행했다.

Wall Street journal 은 이를 통해서 하이난 그룹과 중국 정부와의 긴밀한 관계에 대한 의혹을 재차 제시했다. 같은 조사 대상이었던 안방보험그룹에 대해서는 경영권을 빼앗고 우샤오후이 회장은 경제범죄 혐의로 기소한 것과는 판이하게 다른 대처였기 때문이다. 마침 하이난그룹은 춘절 연휴 사내 담화에서 "하이난그룹은 중국 공산당과 시진핑 국가주석을 적극 지원해왔다."라는 언급을 했다고 한다.

통상 정치적인 관계와 비리에 관한 것은 구체적 수치나 통계를 제시할 수 없기 때문에 사실관계를 명확히 파악하기는 어렵다. 때문에 하이난 그룹과 중국 정부와의 정경유착도 의혹에 불과할 뿐 어디에서도 확신을 얻을 만한 것은 없다고 볼 수도 있다. 그렇지만 최근 자국과 해외 언론을 통해서 보도되는 바에 의거하면 반대로 '정경유착이 없다'라고 말하기도 어려울 것 같다. 어찌되었든 과도한 기업부채와 부정/비리에 대한 의혹까지 감안했을 때, 부채 위험도에 대한 우려감 만큼은 충분히 높다는 결론이 가능하다.

안방보험 경영권은 뺏더니... 시진핑, 하이난그룹은 '구제'

안방보험(자산 기준 중국 3 위)에 대해 전격적으로 국영화 조치를 취한 중국 정부가 하이난항공(HNA)그룹은 대출 만기를 연장해 줬다고 월스트리트저널(WSJ)이 4 일 보도했다. 두 회사 모두 과도한 차입으로 해외 기업 인수합병(M&A)을 추진하다 금융당국의 집중 감시 대상에 올랐지만 중국 정부가 상반된 조치를 내렸다는 분석이다.

WSJ 는 익명의 내부 소식통을 인용해 중국 정부 관계자와 HNA 그룹 임원, 하이난성 정부 관계자 등이 지난달 초 베이징에서 비공개 회동을 하고 이 같은 결정을 내렸다고 전했다.

이 회동에서 참석자들은 유동성 압박에 시달리고 있는 HNA 그룹의 재무상황을 논의했고, 중국 금융당국은 국유은행들에 HNA 그룹에 대한 대출 만기를 연장해 주라는 지시를 내렸다. 이어 며칠 후 HNA 그룹은 국유은행인 중신은행, 중국은행들로부터 총 32 억달러(약 3 조 4600 억원) 규모의 대출한도(크레디트 라인)를 확보했다고 밝혔다.

중국 정부는 작년 6 월 공격적으로 해외 기업 M&A 를 해온 안방보험·완다그룹·HNA 그룹·푸싱그룹·로소네리그룹 등 5 개 그룹의 부채관리에 들어갔다. 이 중 안방보험에 대해서는 국영화 조치를 내리고, 우샤오후이 회장은 경제범죄 혐의로 기소했다.

중국 정부가 HNA 그룹에 대해 대출 만기 연장이라는 지원책을 펴는 데는 현 권력 핵심부와 HNA 그룹 간 돈독한 관계가 작용했을 수 있다고 WSJ 는 분석했다. HNA 그룹은 지난달 중순 춘제(중국 음력설) 연휴 직전 직원들에게 발표한 사내 담화를 통해 "HNA 그룹은 중국 공산당과 시진핑(習近平) 국가주석을 적극 지원해왔다"고 주장했다.

– 한국경제, 2018 /03 /04

하이난보다 더 큰 문제는 국영기업(SOE), 그 중에서도 '굴뚝산업'

여하튼 정경유착이 되었든 어떻든 간에 하이난 그룹은 현재 자체적으로 회생하기는 어려운 상황에 놓여있다. 중국 외 일부 국가에서는 이들의 지배구조 불확실성 및 부채 리스크를 감안하여 각종 거래 중단을 선언하기도 할 정도였으니 말이다. 당연히 중국 정부도 아무리 긴밀한 관계에 놓여있는 하이난 그룹이라고는 하지만 이와 같은 심각성을 대수롭지 않게 넘어갈 리는 없다.

그렇다면 중국 당국은 이 심각한 부채 문제를 해결하기 위해 어떤 조치를 취하고 있을까? 답은 심플하다. 바로 과도하게 매입한 자산에 대한 재매각 명령이다. 사실상의 강제처분이다. 결국 중국 당국으로서는 일단 자구적으로 할 수 있는 최대한 유동성을 확보해 채무위기, 넘어서서 최악의 사태인 디폴트를 막으려 함을 알 수 있다.

보도된 바에 따르면 2018 년 4 월 30 일 기준으로 하이난 그룹은 $130 억의 자산을 처분했다고 한다. 여기에는 최근 매입으로 논란을 일으켰던 힐튼호텔의 지분 일부, 도이치방크의 지분 일부, 미국의 고가 부동산 등이 포함된 것으로 알려지고 있다. 당연히 채무 상환스케쥴이 앞으로 빡빡하게 잡혀있는 만큼 추가적인 자산매각 가능성도 꽤 높을 것으로 파악된다.

하이난그룹의 자산매각 리스트

기업명	비고	금액(bil$)
자산매각리스트		
파크호텔앤리조트 지분	25%	1.4
힐튼 그랜드베케이션스 지분	25%	1.1
힐튼 월드와이드 지분	25%	N/A
홍콩 카이탁 공항 부지 2곳		2.0
호주 시드니 빌딩		0.2
상해 지역 부동산		2.2
미국 뉴욕 건물 및 상업 부동산		4.0
스페인 NH호텔 그룹 지분		N/A
미국 선사 도리안 LPG 지분		N/A
차이나드래곤증권 지분		N/A
톈진항공 지분		N/A
도이치방크 지분	2%	N/A
IPO리스트		
게이트그룹	추진중	N/A
스위스포트	추진중	N/A
합계(2018년 4월 30일 기준)		*13.0*

자료: 각종언론

Analyst 김효진, 손지우 (3773-9956, 3773-8827)

이는 비단 하이난 그룹에만 해당하는 것은 아니다. 완다그룹 역시 해외 부동산 등 주요 자산들에 대한 매각절차에 돌입했다. 그룹의 회장인 왕젠린은 해외자산의 절반을 매각하여 부채를 청산하겠다고 공식적으로 언급하기도 했다. 우리나라의 동양생명과 ABL 생명을 인수한 것으로 화제를 모았던 안방보험그룹 역시 자산매각에 가속도를 붙이고 있다. 5 월 10 일에는 중국 부동산 대기업인 위안양그룹이 안방 산하 자산의 50%를 0 원에 인수해 화제를 모은 바 있다.

완다그룹과 안방보험그룹의 자산매각 리스트

기업명	비고	금액(bil CNY)
완다그룹 자산 매각 리스트		
자화호텔 체인, 백두산리조트		63.8
완다상예 지분	14.0%	5.4
완다필름 지분	12.8%	7.8
안방보험그룹 자산 매각 리스트		
중국 농업은행, 공상은행,		6.6
중국은행, 중국건설은행 지분일부		
동양생명(추진중)		N/A

자료: 각종언론

SK 증권 리서치센터는 이 현상에 주목을 하고 있다. 어떤 국가나 기업이라도 과도한 확장 정책의 후폭풍으로서 재무위기를 맞이할 수는 있다. 중요한 것은 그 상황에서 어떻게 대응을 하느냐인데, 중국 정부는 생각보다 빠르게 본인들의 잘못을 인정하고 최대한 유동성을 확보하는 정책을 취하고 있다. 최악의 상황을 가정한다면 현명한 대처라고도 판단할 수 있는 부분이다.

그런데 문제는, 이러한 조치가 상기에 언급된 5 대 민영기업에 취해지는 것 만으로도 중국 전체의 '기업부채'라는 문제가 해결될 리가 없다는 것이다. 그들에게는 민영기업보다 더욱 중요한 대상들이 존재하고 있는데, 그것은 바로 국영기업, 일명 SOE(State Owned Enterprise)다.

그리고 우리의 분석 결과에 의거한다면 지금 세간을 시끄럽게 달구고 있는 하이난 그룹은 사실상 빙산의 일각일 뿐, SOE 의 문제는 더욱 더 심각한 상황이다.

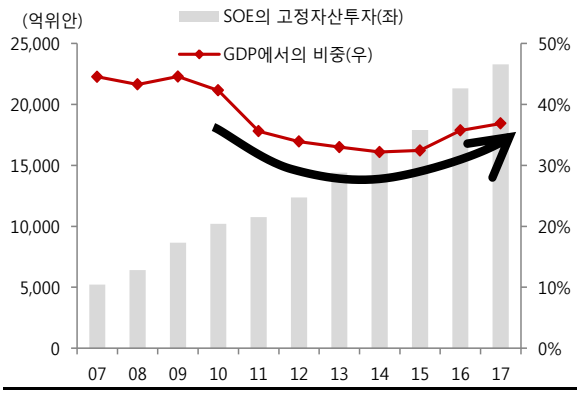
중국의 경제 역사를 살펴보더라도 '민영기업'의 존재감은 작은 부분에 불과하다. 그나마 알리바바, 텐센트 등이 등장하면서 최근 들어 그 영향력이 확대되었지만, 그렇다고 하더라도 여전히 국영기업에 비할 바는 아니다. 과거 중국은 사회주의 국가로 출발했던 만큼 1980 년대 이전까지는 모든 기업이 국유화되어 있는 상황이었다. 물론 1990 년대 들어오면서 주룽지에 의해 국유기업의 일부에 대해서 IPO 및 사유화가 시작되기는 했지만, 여전히 국가가 보유한 '국영기업'이 많은 비중을 차지하고 있다.

문제는 중국정부가 2008 년 리먼사태 이후 경제회복을 급격하게 이끌기 위해서 국가 주도의 투자를 선택했다는 것이다. 이제 공공연하게 알려진 사실이지만 GDP 를 구성하는 GICX 중 G(Government)와 I(Investment)를 통해서 의도적으로 명목 GDP 를 끌어 올려왔다. 이 때 국영기업(SOE)이 중추적인 역할을 했다. 아직까지도 각 지자체/중앙의회의 SASAC(State-owned Assets Supervision and Administration Commission), CIC(China Investment Corporation), 그리고 일부 정부부처를 통해서 대규모의 국영기업들이 운영되고 있기 때문에 이들을 정부의 입김에 의해 움직이는 것은 어렵지 않은 일이니 말이다. 당연히 어떤 일이 벌어졌을까? 국영기업은 무리한 투자로 부채가 축적될 수밖에 없었다.

SOE 의 고정자산투자(FAI, Fixed Asset Investment)는 2008 년 이후 확대 일로를 걸어왔다. 게다가 GDP 에서 차지하는 비중도 2014 년 때 32%까지 떨어지는 듯 싶었지만, 2017 년은 재차 37%까지 확대되었다. 게다가 자산대비 부채비중(LAR, Liability to Asset Ratio)을 볼 경우 중국 전체로는 2013 년 이후 하락하여 55%까지 하락했는데, 이를 SOE 로 따져본다면 반대로 확대추세가 이어졌음을 확인할 수 있다.

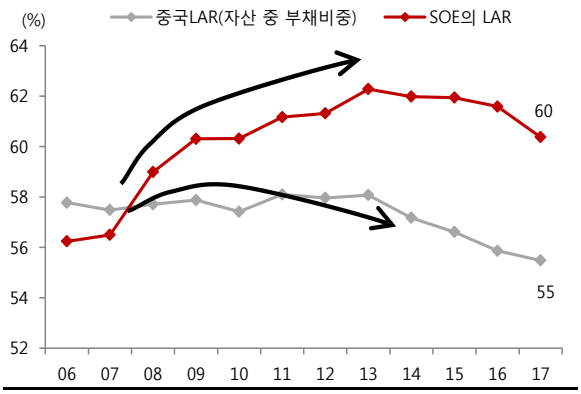
즉 하이난 그룹보다 더 위험할 수 있는 것이 표면적으로 드러나지 않는 공기업일 수 있다는 것이다.

국영기업(SOE)의 고정자산투자와 GDP 대비 비중은 확대추세



자료 : Bloomberg, SK 증권

중국전체의 LAR(자산 중 부채비중) 대비 SOE LAR 현저히 상승



자료 : Bloomberg, SK 증권

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

실제로 공기업의 부채 문제가 현재 심각한 상황일까? 이를 확인해보기 위해서 SK 증권 리서치센터는 중국상장기업 상위 500 개 중에서 정부유관기업의 지분이 50%를 넘는, 사실상의 공기업이라 분류할 수 있는 기업들을 따로 찾아내어 분석했다. 대상 기업은 총 318 개로 산출되며(역시 중국은 민영기업보다 공기업의 비중이 높다), 이들을 대상으로 유동성을 파악하는 가장 좋은 수치인 ND/EBITDA 를 산출해보았다.

그리고 분석의 유의미성을 더하기 위해서 318 개 회사에 대한 개별적 접근, 혹은 전체 합계의 접근보다는 22 개의 대섹터별 분류를 하여 의미를 분석하고자 했다. 22 개의 대섹터와 그에 해당하는 종목들을 정리하자면 다음과 같다

318 개 중국 대표 상장업체에 대한 섹터별 분류 (1)

대분류	소분류	기업명	블룸버그 티커
E&P	탐사 & 생산	CNOOC	883 HK Equity
	석유 & 가스 서비스 & 장비	시노펙 유전 서비스	600871 CH Equity
	석유 & 가스 서비스 & 장비	Lanpec Technologies Ltd	601798 CH Equity
	석유 & 가스 서비스 & 장비	시노펙 유전 장비	000852 CH Equity
	석유 & 가스 서비스 & 장비	CNOOC 엔지니어링	600583 CH Equity
IT	반도체 소자	장시 롄촹 광전자 과학기술	600363 CH Equity
	소비자 전자제품	쓰촨 창홍 전기	600839 CH Equity
	전기부품	상하이 즈신전기	600517 CH Equity
	전기부품	허난 핑가오 전기	600312 CH Equity
	컴퓨터 하드웨어	중국 창청과기집단	000066 CH Equity
	전자 부품	성이 과학기술	600183 CH Equity
	컴퓨터 하드웨어	선전 카이파 기술	000021 CH Equity
	전기부품	AVIC 존혼 옵티컬 테크놀로지	002179 CH Equity
	전기부품	나우라 테크놀로지 그룹	002371 CH Equity
	기타 하드웨어	캐스테크	002222 CH Equity
	IT 서비스	상하이 이스트 차이나 컴퓨터	600850 CH Equity
	전기부품	구이저우 항톈전자기기	002025 CH Equity
	컴퓨터 하드웨어	중국 항공우주정보	600271 CH Equity
	반도체 소자	이스트콤피스 테크놀로지	002017 CH Equity
	기술 공급업체	선전 SED 산업	000032 CH Equity
	인프라소프트웨어	중위안 해운과기	002401 CH Equity
	반도체 제조	허난 신다신 매터리얼	300080 CH Equity
	전기부품	난징 판다 전자	600775 CH Equity
	재생에너지 장비	상하이 우주자동차 전기기계	600151 CH Equity
	전기부품	GRINM 신소재	600206 CH Equity
	컴퓨터 하드웨어	CEC 코어캐스트	600764 CH Equity

자료: Bloomberg, SK 증권

318 개 중국 대표 상장업체에 대한 섹터별 분류 (2)

대분류	소분류	기업명	블룸버그 티커
건설	비주거용건물건설업	CSSC 강구조 엔지니어링	600072 CH Equity
	주택 건설업	윈난 메트로폴리탄 부동산개발	600239 CH Equity
	기간시설 건설업	신장 베이신 도로 & 교량 건설	002307 CH Equity
	기간시설 건설업	중국 전력 건설	601669 CH Equity
	섬유 & 섬유제품	블랙 피어니 그룹	600510 CH Equity
	주택 건설업	톈디위안	600665 CH Equity
	기간시설 건설업	쓰촨 도로 & 교량	600039 CH Equity
	비주거용건물건설업	중국야금	601618 CH Equity
	기간시설 건설업	중국 거저우바 그룹	600068 CH Equity
	기간시설 건설업	Jilin Expressway Co Ltd	601518 CH Equity
	기간시설 건설업	산둥 고속 도로 & 교량	000498 CH Equity
	비주거용건물건설업	중국 건축공정	601668 CH Equity
	비주거용건물건설업	베이징 공항 과학기술단지	600463 CH Equity
	기간시설 건설업	산둥고속	600350 CH Equity
	비주거용건물건설업	상하이 건공 그룹	600170 CH Equity
	기간시설 건설업	차이나 CAMC 엔지니어링	002051 CH Equity
	비주거용건물건설업	섬서 옌창 석유화학 엔지니어	600248 CH Equity
	재생에너지 프로젝트 개발자	노린코 인터내셔널	000065 CH Equity
	기간시설 건설업	중국 화학공정	601117 CH Equity
	기간시설 건설업	China Harzone Industry Corp	300527 CH Equity
금융	은행	화샤은행	600015 CH Equity
	투자관리	중국석유집단자본	000617 CH Equity
	투자관리	중국 화룽 애셋 매니지먼트	2799 HK Equity
	기관 중개업	Dongxing Securities Co Ltd	601198 CH Equity
	은행	자오상은행	600036 CH Equity
	기관 중개업	인더스트리얼 증권	601377 CH Equity
	기관 중개업	둥우증권	601555 CH Equity
	기관 중개업	선완 훙위안 그룹	000166 CH Equity
	기관 중개업	중신증권	600030 CH Equity
	생명보험	신화 생명보험	601336 CH Equity
	기관 중개업	궈위안 증권	000728 CH Equity
	기관 중개업	자오상증권	600999 CH Equity
	기관 중개업	웨스턴 증권	002673 CH Equity
	기관 신탁, 수탁 & 보관업	섬서 인터내셔널 트러스트	000563 CH Equity
	은행	중국건설은행	939 HK Equity
	은행	중국 공상은행	601398 CH Equity

자료: Bloomberg, SK 증권

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

318 개 중국 대표 상장업체에 대한 섹터별 분류 (3)

대분류	소분류	기업명	블룸버그 티커
농림업	임업 & 벌목업	Fujian Jinsen Forestry Co Lt	002679 CH Equity
	농산물 생산자	COFCO 툰허	600737 CH Equity
	농산물 생산자	신장 테콘 축산 생물기술	002100 CH Equity
	농산물 도매업	Zhongnongfa Seed Industry Gr	600313 CH Equity
	농산물 생산자	헤이룽장 농업	600598 CH Equity
	제지업	신장 톈룽 유업	600419 CH Equity
	농산물 도매업	신장 탈리무 농업 개발	600359 CH Equity
	목제 건축자재	지린 임업	600189 CH Equity
방산	방위 프라임	Jihua Group Corp Ltd	601718 CH Equity
	방위 프라임	차이나 노스 광전기 기술	600435 CH Equity
부동산	부동산 소유자 & 개발자	쓰촨 조인트 위트 의약산업	000809 CH Equity
	부동산 소유자 & 개발자	상하이 장장 하이테크파크디벨	600895 CH Equity
	부동산 소유자 & 개발자	티베트 도시개발 & 투자	600773 CH Equity
	부동산 소유자 & 개발자	베이징 캐피털 개발	600376 CH Equity
	부동산 소유자 & 개발자	베이징 도시 건설	600266 CH Equity
	부동산 소유자 & 개발자	닝보 푸다	600724 CH Equity
	물류 서비스	광시 우저우 통신	600368 CH Equity
	부동산 소유자 & 개발자	베이징 다룽 웨이예 부동산 개	600159 CH Equity
	부동산 소유자 & 개발자	COFCO 부동산(그룹)	000031 CH Equity
	부동산 소유자 & 개발자	중국머천츠서커우인더스트리얼	001979 CH Equity
	부동산 소유자 & 개발자	선전 오버시즈 차이니즈 타운	000069 CH Equity
	부동산 소유자 & 개발자	저장 중국 코모디티시티그룹	600415 CH Equity
	부동산 소유자 & 개발자	선전 전예 그룹	000006 CH Equity
	부동산 소유자 & 개발자	저장 중국경방성	600790 CH Equity
	부동산 소유자 & 개발자	선전 신난산 지주그룹	002314 CH Equity
	부동산 소유자 & 개발자	하이난 고속도로	000886 CH Equity
	부동산 소유자 & 개발자	베이징 뎬쯔청 투자개발집단	600658 CH Equity
	부동산 소유자 & 개발자	톈진 진빈개발	000897 CH Equity
상사	기타 도매업	톈진 경제기술개발구	000652 CH Equity
	금속서비스센터/기타도매	민메탈 발전	600058 CH Equity
	금속 & 광석 도매업/거래업체	우찬 중다 그룹	600704 CH Equity
	화학제품 유통	시노켐 국제	600500 CH Equity
	수입 & 수출	샤먼 ITG 그룹	600755 CH Equity
	기타 도매업	장쑤 세인티	600287 CH Equity
	기타 도매업	난징 방직품 수출입	600250 CH Equity
	기타 도매업	오리엔트 인터내셔널 엔터프라	600278 CH Equity
	기타 도매업	상하이 란성	600826 CH Equity
	물류 서비스	중추 발전	600787 CH Equity

자료: Bloomberg, SK 증권

318 개 중국 대표 상장업체에 대한 섹터별 분류 (4)

대분류	소분류	기업명	블룸버그 티커
석탄개발	석탄 영업	SDIC 신지 에너지	601918 CH Equity
	석탄 영업	산서 국제능원집단	600546 CH Equity
	석탄 영업	핑딩산 톈안 매업	601666 CH Equity
	석탄 영업	베이징 하오화 능원	601101 CH Equity
	석탄 영업	양촨 석탄산업 그룹	600348 CH Equity
	석탄 영업	구이저우 판장 석탄정련	600395 CH Equity
	석탄 영업	상하이 다툰 에너지	600508 CH Equity
	석탄 영업	다퉁 석탄 산업	601001 CH Equity
	석탄 영업	네이멍구 훠린허 오픈컷 석탄	002128 CH Equity
	석탄 영업	안후이 헝위안 석탄산업전력	600971 CH Equity
	석탄 영업	간쑤 징위안 석탄산업 & 전력	000552 CH Equity
	석탄 영업	네이멍구 핑좡에너지	000780 CH Equity
섬유	섬유 & 섬유제품	허난 신예 직물	002087 CH Equity
	섬유 & 섬유제품	푸젠 푸넝	600483 CH Equity
시멘트	시멘트 & 골재	신장 톈산 시멘트	000877 CH Equity
	시멘트 & 골재	닝샤 사이마 산업	600449 CH Equity
	시멘트 & 골재	신장 칭숭 건축자재 & 화학 그	600425 CH Equity
운송	항공 화물	시노트란스 항공운송	600270 CH Equity
	해운운송	중국 머천트 에너지 해운	601872 CH Equity
	해운운송	코스코 쉬핑 특종운수	600428 CH Equity
	물류 서비스	주하이 항만	000507 CH Equity
	물류 서비스	샤먼 샹위	600057 CH Equity
	운송지원업	충칭 강주	600279 CH Equity
	운송지원업	리자오 항만	600017 CH Equity
	항공사	중국국제항공	601111 CH Equity
	운송지원업	닝보 저우산항	601018 CH Equity
	운송지원업	난징 항만	002040 CH Equity
	운송지원업	상하이 인터내셔널 포트	600018 CH Equity
	운송지원업	잉커우 항만	600317 CH Equity
	운송지원업	광저우 바이윈 국제공항	600004 CH Equity
	운송지원업	샤먼 국제공항	600897 CH Equity
	환승 서비스	난징공용	000421 CH Equity
	철도 화물운송	다친 철도	601006 CH Equity
	운송지원업	탕산 포트 그룹	601000 CH Equity
	운송지원업	상하이 국제공항	600009 CH Equity
	환승 서비스	하이난 해협 해운	002320 CH Equity
	항공기 & 부품	장시 훙두 항공	600316 CH Equity

자료: Bloomberg, SK 증권

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

318 개 중국 대표 상장업체에 대한 섹터별 분류 (5)

대분류	소분류	기업명	블룸버그 티커
유통/소비재	교육 서비스	But one Information Corp Xi	600455 CH Equity
	백화점	상하이 이민 커머스 그룹	600824 CH Equity
	백화점	서니 론 탑	600830 CH Equity
	가정용품	류저우 량?전	600249 CH Equity
	백화점	광저우 그랜드바이	002187 CH Equity
	숙박	광저우 링난 그룹 지주	000524 CH Equity
	백화점	레인보우 백화점	002419 CH Equity
	악기	Guangzhou Pearl River Piano	002678 CH Equity
	레저&여행서비스	베스트톤 홀딩스	600640 CH Equity
	가정용품	상하이 자화 유나이티드	600315 CH Equity
유틸리티	전력 발전업	궈뎬 창위안 전력	000966 CH Equity
	유틸리티 네트워크	광시 구이둥 전력	600310 CH Equity
	전력 발전업	Huaneng Lancang River Hydrop	600025 CH Equity
	유틸리티 네트워크	쓰촨 촨터우 에너지	600674 CH Equity
	전력 발전업	조인토 에너지 인베스트먼트	000600 CH Equity
	전력 발전업	게픽 에너지 개발	000791 CH Equity
	유틸리티 네트워크	네이멍구 멍뎬 화넝 열발전	600863 CH Equity
	전력 발전업	상하이 전기전력	600021 CH Equity
	전력 발전업	GD 전력개발	600795 CH Equity
	전력 기기	둥팡 전기	600875 CH Equity
	유틸리티 네트워크	후난 천뎬 국제개발	600969 CH Equity
	전력 발전업	중국핵에너지전력	601985 CH Equity
	유틸리티 네트워크	베이징 캐피탈	600008 CH Equity
	유틸리티 네트워크	스자좡 둥팡 에너지	000958 CH Equity
	유틸리티 네트워크	선전 에너지그룹	000027 CH Equity
	석탄 영업	광저우 발전 그룹	600098 CH Equity
	전력 발전업	광시 구이관 전력	600236 CH Equity
	전력 발전업	난즈 /푸젠	600163 CH Equity
	석탄 영업	산서 시산 석탄 & 전력	000983 CH Equity
	유틸리티 네트워크	선넝 에너지	600642 CH Equity
	유틸리티 네트워크	닝보 화력	600982 CH Equity
	유틸리티 네트워크	선전가스공사	601139 CH Equity
	유틸리티 네트워크	톈진 캐피털 환경보호	600874 CH Equity
	유틸리티 네트워크	충칭 푸링 전력산업	600452 CH Equity
	유틸리티 네트워크	베이징 아리타임 인텔리전트	600560 CH Equity
	통합 유틸리티	Sinoma Energy Conservation L	603126 CH Equity
	전력 발전업	쓰촨 밍싱 전력	600101 CH Equity
	유틸리티 네트워크	첸장 수자원 개발	600283 CH Equity
	전력 발전업	Hunan Development Group Co L	000722 CH Equity
	전력 발전업	산서 장쩌 전력	000767 CH Equity

318 개 중국 대표 상장업체에 대한 섹터별 분류 (6)

대분류	소분류	기업명	블룸버그 티커
음식료	음료	CITIC 궈안 와인	600084 CH Equity
	음료	안후이구징주류	000596 CH Equity
	음료	산서 싱화춴 펀주양조	600809 CH Equity
	포장 식품	충칭 푸링 자차이 그룹	002507 CH Equity
	음료	쓰촨 스웰펀	600779 CH Equity
	음료	구이저우 모우타이	600519 CH Equity
	식당업	Guangzhou Restaurant Group C	603043 CH Equity
	음료	신장 일리터 산업	600197 CH Equity
인터넷/미디어	인터넷 미디어	피플.cn	603000 CH Equity
	광고 & 마케팅	상하이 신화 미디어	600825 CH Equity
	엔터테인먼트 콘텐츠	섬서 방송 & TV 네트워크 미디	600831 CH Equity
	출판 & 방송	광둥 광저우 데일리 미디어 컴	002181 CH Equity
	출판 & 방송	후베이 브로드캐스팅&텔레비전	000665 CH Equity
	출판 & 방송	중국 유니버스 출판 & 미디어	600373 CH Equity
	출판 & 방송	China Publishing & Media Co	601949 CH Equity
	출판 & 방송	차이나 사우스 퍼블리싱 & 미	601098 CH Equity
	출판 & 방송	안후이 신화 미디어	601801 CH Equity
	케이블 & 위성	화수 전매 공고	000156 CH Equity
	출판 & 방송	Duzhe Publishing & Media Co	603999 CH Equity
자동차/부품	자동차 부품	Fujian Longzhou Transportati	002682 CH Equity
	자동차 도매업	시노마치 자동차	600335 CH Equity
	자동차 부품	링윈 공업	600480 CH Equity
	자동차 부품	창춘 이둥 클러치	600148 CH Equity
	자동차 소매업	베이징 바스 미디어	600386 CH Equity
	자동차	SAIC 자동차	600104 CH Equity
	상업용 자동차	시노트럭 홍콩	3808 HK Equity
	자동차	China Automotive Engineering	601965 CH Equity
	자동차 부품	에이올로스 타이어	600469 CH Equity
	상업용 자동차	베이치 포톤 자동차	600166 CH Equity
	자동차	선양 진베이 자동차	600609 CH Equity
	자동차	린하이	600099 CH Equity
제지	제지업	민펑 특수 종이	600235 CH Equity
	제지업	광둥 관하오 첨단기술	600433 CH Equity

자료: Bloomberg, SK 증권

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

318 개 중국 대표 상장업체에 대한 섹터별 분류 (7)

대분류	소분류	기업명	블룸버그 티커
조선/기계	조립금속&철물	에어로선	600501 CH Equity
	조선	CSSC 해상 해양 엔지니어링 그	600685 CH Equity
	산업기계 제조업	Lanzhou LS Heavy Equipment C	603169 CH Equity
	화물운반기계	상하이 전화중공업	900947 CH Equity
	조선	중국선박중공	601989 CH Equity
	조립금속&철물	아빅 중기계	600765 CH Equity
	석유 & 가스 서비스 & 장비	CITIC 해양헬리콥터	000099 CH Equity
	전력 기기	Xi'An Shaangu Power Co Ltd	601369 CH Equity
	항공기 & 부품	중항항공전자계통	600372 CH Equity
	조립금속&철물	푸젠 룽시 베어링 그룹	600592 CH Equity
	공장 자동화 장비	Chongqing Chuanyi Automation	603100 CH Equity
	철도 차량	CRRC	601766 CH Equity
	항공기 & 부품	AVIC 전기기계 시스템즈	002013 CH Equity
	산업기계 제조업	시안 티피컬 산업	600302 CH Equity
	조립금속&철물	애틀랜틱 차이나 용접 소비재	600558 CH Equity
	유량제어장비	쉬파 과학기술실업	000777 CH Equity
	공장 자동화 장비	씨아쉰 로봇 & 자동화	300024 CH Equity
	건설 & 광업기계	톈디 과학기술	600582 CH Equity
	소비자 전자&가전 매장	산둥 장추 송풍기	002598 CH Equity
	건설 & 광업기계	샤먼 XGMA 기계	600815 CH Equity
	건설 & 광업기계	네이멍구 디이 기계집단	600967 CH Equity
	상업 & 주거용 건물 장비 & 시스템	CITIC 중공기계	601608 CH Equity
	통신장비	중국 위성	600118 CH Equity
	항공기 & 부품	TONTEC 과학기술 투자 그룹	600862 CH Equity
	컨테이너 및 포장 제조업	Nanjing Baose Co Ltd	300402 CH Equity
	철도 차량	Beijing Ctrowell Technology	300455 CH Equity
	금속공작기계	중국제일중형기계집단	601106 CH Equity
	전력 기기	톈진 버너포 터징 전기	600468 CH Equity
	항공기 & 부품	베이징 에어로스페이스 창펑	600855 CH Equity
	케이블 & 위성	상하이 둥팡밍주 신매체	600637 CH Equity
	건물 하도급	차이나 하이섬 엔지니어링	002116 CH Equity
	조선	중국선박공업	600150 CH Equity
	산업 유통 & 임대	차이나 시노마 국제 엔지니어	600970 CH Equity
	건물 하도급	이스트 차이나 엔지니어링 과	002140 CH Equity
	금속공작기계	친촨 기상공구집단	000837 CH Equity

자료: Bloomberg, SK 증권

318 개 중국 대표 상장업체에 대한 섹터별 분류 (8)

대분류	소분류	기업명	블룸버그 티커
철강/비철	철강 제조업체	루인 투자 그룹	600784 CH Equity
	기초금속	윈난 츠홍 아연 & 게르마늄	600497 CH Equity
	귀금속 채굴	차이나 골드 인터내셔널 리소	CGG CN Equity
	철강 제조업체	간쑤 주철강그룹 홍싱철강	600307 CH Equity
	철강 제조업체	베이징 서우강	000959 CH Equity
	철강 제조업체	산둥 강철	600022 CH Equity
	기초금속	퉁링 비철금속 그룹	000630 CH Equity
	철강 제조업체	신싱 연철관	000778 CH Equity
	기초금속	바오지 티타늄산업	600456 CH Equity
	철강 제조업체	산서 타이강 스테인레스	000825 CH Equity
	기초금속	윈난 여업	000807 CH Equity
	철강 제조업체	안강스틸	000898 CH Equity
	기초금속	윈난 주석	000960 CH Equity
	철강 제조업체	류저우 철강	601003 CH Equity
	철강 제조업체	안양 철강	600569 CH Equity
	철강 제조업체	바오산 철강	600019 CH Equity
	기초금속	산둥 황금광업	600547 CH Equity
	철강 제조업체	마안산강철	600808 CH Equity
	철강 제조업체	신위 철강	600782 CH Equity
	철강 원자재 공급업체	섬서 매업	601225 CH Equity
	조립금속&철물	베이징 시스리-가오나 재료 기	300034 CH Equity
	조립금속&철물	시노스틸 안후이 톈위안 과학	002057 CH Equity
	조립금속&철물	뤄양 베어링 과학기술	002046 CH Equity
	기초금속	차이나 민메탈스 래어 어스	000831 CH Equity
제약/의료기기	의료 기기	슨바 의료기기	600587 CH Equity
	제네릭 제약업	산둥 루강 제약	600789 CH Equity
	헬스케어 공급망	난징 의약	600713 CH Equity
	전문 제약업체	화룬 산지우 의약	000999 CH Equity
	헬스케어 공급망	차이나 메헤코	600056 CH Equity
	전문 제약업체	톈진 톈야오 제약	600488 CH Equity
	전문 제약업체	장저우 편자황제약	600436 CH Equity
	전문 제약업체	PKU 헬스케어	000788 CH Equity
	전문 제약업체	베이징 동인당	600085 CH Equity
	전문 제약업체	광시 우저우 중헝 그룹	600252 CH Equity
	전문 제약업체	베이징 톈탄 생물제품	600161 CH Equity
	전문 제약업체	톈진 중신 제약 그룹	600329 CH Equity
	제네릭 제약업	톈진 리성 제약	002393 CH Equity

자료: Bloomberg, SK 증권

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

318 개 중국 대표 상장업체에 대한 섹터별 분류 (9)

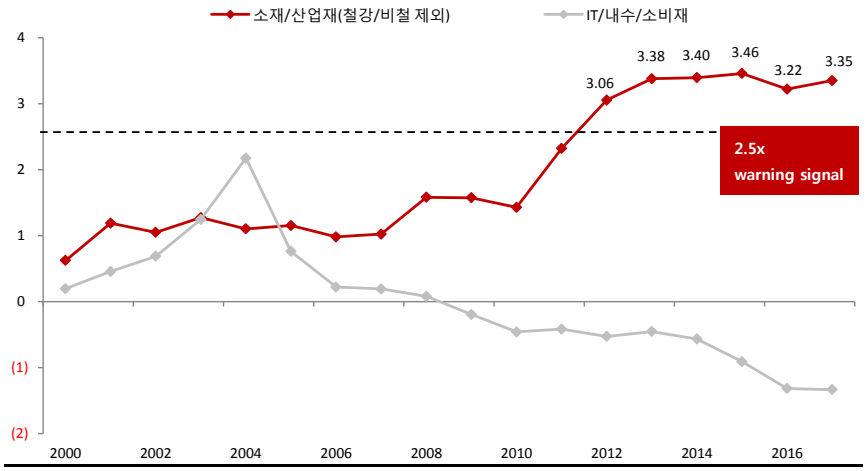
대분류	소분류	기업명	블룸버그 티커
화학/정유	기초 및 다각화된 화학제품	윈난 석탄 에너지	600792 CH Equity
	기초 및 다각화된 화학제품	둥신 전기 카본	600691 CH Equity
	특수 화학제품	어드밴스드 테크놀로지 & 머티	000969 CH Equity
	특수 화학제품	주저우 타임스 신소재 기술	600458 CH Equity
	특수 화학제품	킹레이 신소재 과학 & 기술	600390 CH Equity
	농업용 화학제품	Sino-Agri Leading Bioscience	603970 CH Equity
	농업용 화학제품	쓰촨 메이펑 화공	000731 CH Equity
	기초 및 다각화된 화학제품	산서 코크스	600740 CH Equity
	기초 및 다각화된 화학제품	FSPG 하이테크	000973 CH Equity
	기초 및 다각화된 화학제품	시노마 과학기술	002080 CH Equity
	농업용 화학제품	난퉁 장산 농약화공	600389 CH Equity
	기초 및 다각화된 화학제품	산둥 화루 헝성 화학	600426 CH Equity
	기초 및 다각화된 화학제품	북방 화진 화공	000059 CH Equity
	기초 및 다각화된 화학제품	탕산 싼유 화공	600409 CH Equity
	농업용 화학제품	섬서 싱화 화학	002109 CH Equity
	기초 및 다각화된 화학제품	완화 화학 그룹	600309 CH Equity
	특수 화학제품	베이징 이스프링 재료과학기술	300073 CH Equity
	기초 및 다각화된 화학제품	안후이 궈펑 플라스틱	000859 CH Equity
	기초 및 다각화된 화학제품	창저우 다화	600230 CH Equity
	정제 & 마케팅	시노펙 산둥 타이산 석유	000554 CH Equity
	기초 및 다각화된 화학제품	시노펙 상하이석유화공	600688 CH Equity
	기초 및 다각화된 화학제품	난징 화학섬유	600889 CH Equity
	컨테이너 및 포장 제조업	선전 뷰티 스타	002243 CH Equity
	기초 및 다각화된 화학제품	산서 싼웨이 그룹	000755 CH Equity
	기초 및 다각화된 화학제품	칭하이 소다회	600229 CH Equity
	기초 및 다각화된 화학제품	타이위안 화공	600281 CH Equity
	특수 화학제품	BGRIMM 테크놀로지	600980 CH Equity
	특수 화학제품	베이징 중커 산환 하이테크	000970 CH Equity
	기초 및 다각화된 화학제품	블루스타 아디세오	600299 CH Equity
	기초 및 다각화된 화학제품	다칭 화커	000985 CH Equity
	기초 및 다각화된 화학제품	나파인 화공산업 그룹	000737 CH Equity
	농업용 화학제품	Shangdong Lubei Chemical Co	600727 CH Equity
	특수 화학제품	신장 두상쯔 톈리 신기술	600339 CH Equity
	농업용 화학제품	윈난 윈톈화	600096 CH Equity

자료: Bloomberg, SK 증권

이 분석의 결론도 꽤나 흥미롭게 산출이 된다. 예상대로 중국 공기업의 부채는 쉽게 넘어갈 문제는 아니다. 다만 섹터별로 나눠서 봐야 할 필요성이 뚜렷하게 부각이 되는데, IT/내수/소비재 등이 있는 '3 차 산업'은 순현금을 보유할 만큼 재무 우수성이 뛰어나 ND/EBITDA 가 리먼사태 이후 음수로 진입하는 반면, 소재/산업재로 대변되는 '2 차 산업', 혹은 '굴뚝산업'은 지속적으로 ND/EBITDA 가 확대되는 국면에 있다는 것이다. 2012 년 이후로는 통상적인 warning signal 인 2.5 배도 넘어섰는데, 그러한 상황은 현재 5 년 연속으로 지속되고 있다. (참고로 구조조정이 진행된 철강/비철은 제외)

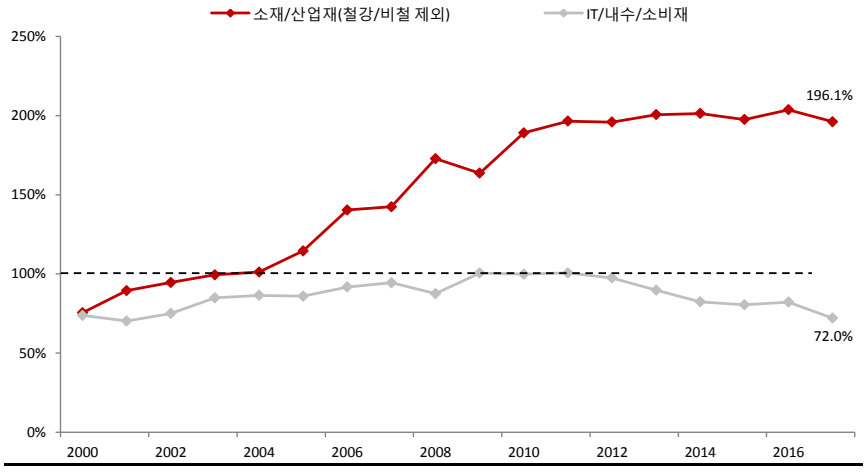
전통적 재무지표인 부채비율을 봐도 마찬가지이다. 소재/산업재는 2010 년 이후 200% 수준에서 벗어나지 못하는 반면(2017 년 196.1%), IT/내수/소비재는 2017 년 수치가 72.0%에 불과하다. 확실히 문제인 쪽인 소재/산업재, 즉 2 차산업이자 굴뚝 쪽이다.

소재/산업재의 ND/EBITDA 는 지속적으로 3 배가 넘으며 위험수준인 반면, 내수/소비재는 안정적임



자료 : Bloomberg, SK 증권

부채비율을 봐도 마찬가지임: 소재/산업재는 200% 높은 수준 유지 중인 반면 내수/소비재는 70% 불과



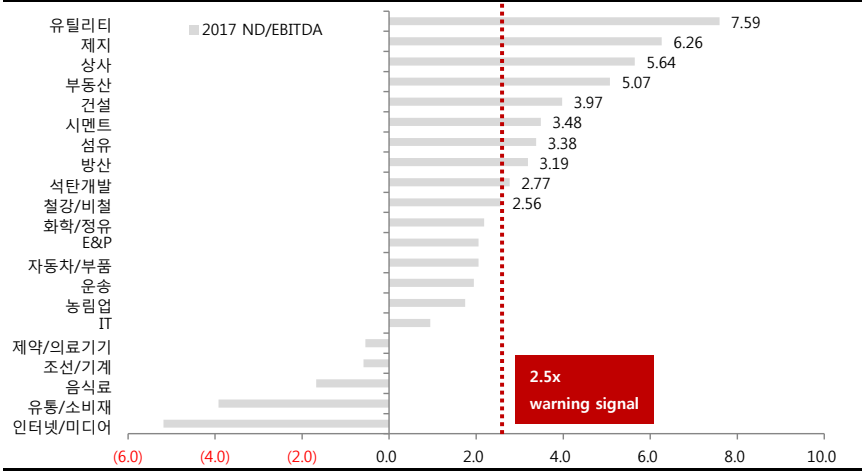
자료 : Bloomberg, SK 증권

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

이렇게 봤을 때, 현재의 기업부채 문제가 공기업쪽으로 번지게 된다면 확실히 소재/산업재, 즉 2 차산업 계열이 주로 피해를 보게 될 가능성이 높아 보인다. 섹터별로 본다고 하더라도 소재/산업재의 대다수 ND/EBITDA 는 위험신호인 2.5 배를 상회하거나 그 정도 수준에서 머무르고 있다.

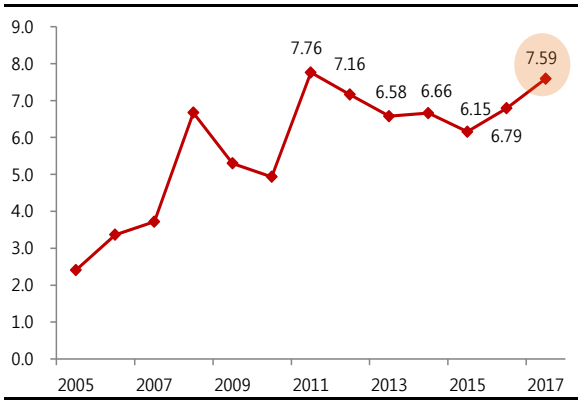
특히 그 중에서도 유틸리티와 건설은 규모와 유동성 측면에서 모두 위기의식을 고취시킬 만하다. 유틸리티는 수년 째 7 배 수준의 ND/EBITDA 에서 개선의 양상이 나타나지 않고 있고, 부동산과 엮일 수 있는 건설 역시 규모와 유동비율 측면에서 모두 위험신호가 나타나고 있다.

소재/산업재의 ND/EBITDA 는 지속적으로 3 배가 넘으며 위험수준인 반면, 내수/소비재는 안정적임



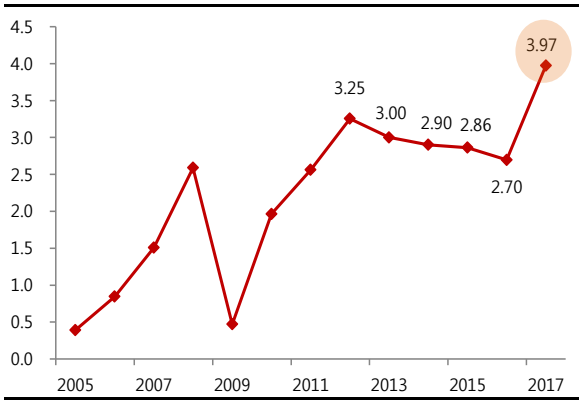
자료 : Bloomberg, SK 증권

유틸리티 SOE 의 ND/EBITDA



자료 : Bloomberg, SK 증권

건설 SOE 의 ND/EBITDA



자료 : Bloomberg, SK 증권

그렇다면 중국은 과연 이 문제를 어떻게 해결할 수 있을까? 하이난, 완다, 안방보험, 푸싱, 저장로소네리 그룹에게 지시한 것과 같이 매입자산에 대한 무차별적인 강제매각을 단행시킬까? 혹은 다른 방법을 가지고 있는 것이 있을까?

의외로 본인들의 부채 문제를 일찍 자각한 중국 정부는 어느 정도 해답을 찾은 것으로 보인다.

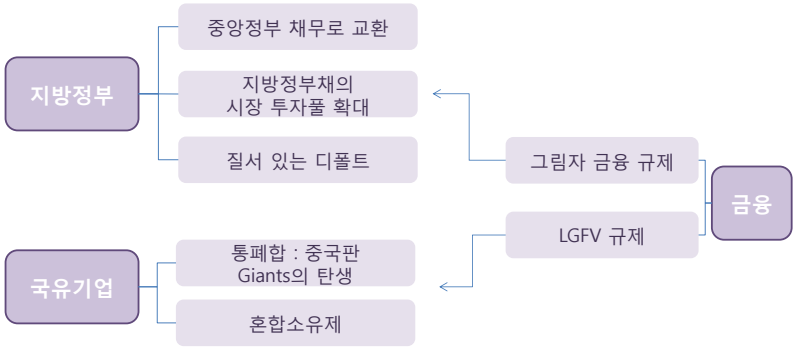
첫 번째는 하이난 등 5 개의 문제그룹에게 지시했던 것과 같은 과도한 매입자산에 대한 처분(중앙정부 부채로 스왑, 시장 자율매매, 혹은 디폴트)일 것이다. 이는 이미 시행되고 있는 만큼 앞으로 더욱 대규모로 진행될 개연성이 높다. 그리고 두 번째는 바로 '중국판 Red Hulk'의 탄생을 종용하는 것이다.

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

4. 중국식 해결법 - 약한 고리는 중국이 아니다

중국의 지방정부 부채 문제, 그림자 금융, 국유기업 부채 등은 어지럽게 얽혀 있다. 난제를 풀기 위해 중국 정부가 수립한 전략은 다음과 같다. 결론부터 말하자면, 가장 약한 고리는 중국이 아니다. 오히려 중국이 투자한 지역과 기업, 자산이 약한 고리이다.

난제를 풀기 위해 중국 정부가 수립한 전략



자료 : SK 증권

시진핑 2 기에 들어 경제 수장들에 변화가 있었다. 바로 류허와 이강이다. 향후 최소 5 년간은 중국 경제를 끌고 나갈만큼 이들의 성향을 먼저 짚어볼 필요가 있다. 부총리인 류허와 인민은행 총재 이강은 베이징 출신이며 시진핑 및 리커창과 학연으로 이어져 있다. 눈에 들어오는 점은 둘다 외국에서 수년간 공부 한 경험이 있는 만큼 글로벌 감각이 뛰어나다는 점이다. 시장을 기반으로 한 경제정책을 옹호하면서도 때로는 정부의 과감한 시장 개입을 찬성한다는 것이 중국 현지의 평가이다. 이들 역시 과도한 기업부채 해소에 주력하겠다는 것이 기본 입장이다.

류허와 이강 : 시장을 기반으로 한 경제정책을 옹호하면서도 때로는 정부의 과감한 시장 개입을 찬성한다는 것이 현지의 평가

	류허 부총리	이강 인민은행 총재
출생지(연도)	베이징(1952년)	베이징(1958년)
학력	· 베이징101중학교(시진핑과 동창) · 인민대(공업경제과) · 미 시턴홀대(경영학 석사) · 미 하버드대 케네디스쿨(행정학 석사)	· 베이징대 경제학(리커창의 후배) · 미 햄라인대(경제학사) · 미 일리노이대(경제학 박사)
주요 경력	· 중앙재경영도소조 판공실 주임 (2013년~2018년) · 공산당 중앙 정치국위원(2017년)	· 인디애나대 교수(1986년~1994년) · 인민은행 부총재(2008년~2018년) · 중앙재경영도소조 판공실 부주임(2014년~2018년) · 외환관리국 국장(2009년~2015년)
경제정책 방향 및 주요 특징	· 시장 기반 경제정책 · 자유무역 옹호 · 중국 부채해소 및 금융효율성 개선 강조	· 금융 시장 개혁과 개방 강조 · 외환 위기시 적극 개입 필요 주장 · 글로벌 시장 소통능력 보유

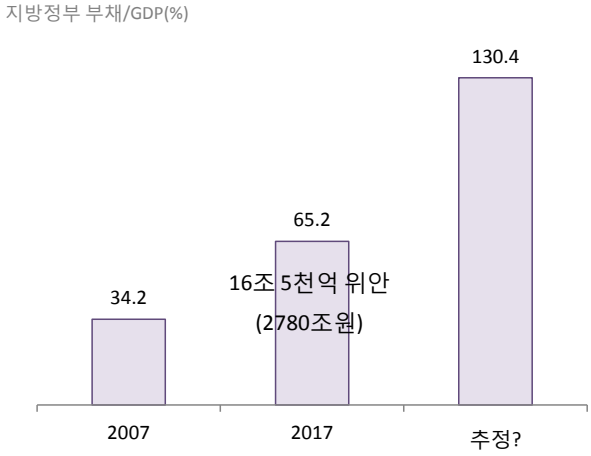
자료 : 언론보도 인용, http://www.sedaily.com/NewsView/1RX1IS0NAJ, SK 증권

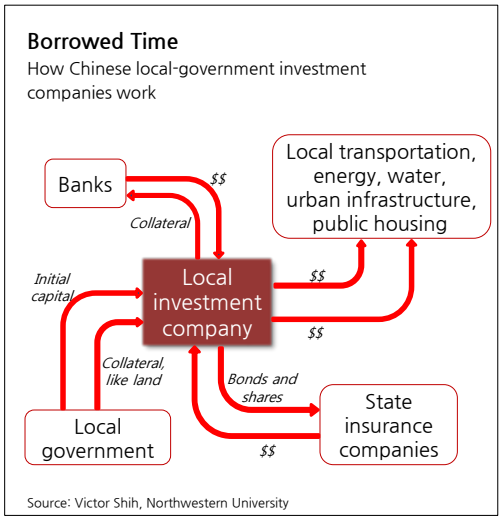
(1) 지방정부부채 : 중앙정부 채무로 교환 및 시장 매매 활성화

지방정부 부채문제는 오랫동안 제기된 중국 경제의 구조적 문제 중 하나이다. 지역별 중복 및 과잉 투자 등이 지속되고 있으며 통계의 투명성도 자주 도마 위에 오르내렸다. 특히 최근에는 지방정부 부채 문제와 관련한 여러 잡음이 나오고 있는데, 2007 년 GDP 대비 35% 내외였던 지방정부 부채가 2017 년에는 65%로 급격히 늘어났기 때문이다. 일각에서는 실제 지방정부 부채가 발표된 통계의 두배에 이를 수 있다는 지적도 제기되고 있다. 지방정부가 LGFV 를 통해 우회적으로 자금 조달을 해왔다는 것이다.

이에 대해 중국 정부는 지방정부의 부채 비율이 65%로 높아지긴 했지만, 전체 중국으로 보면 35% 내외이며 이는 국제사회에서 통용되는 레드라인(60%) 보다 낮다는 입장이다.

지방정부 부채, 실제로는 두배다?





2017 년 말 중국정부의 채무 잔액은 29 조 9500 억 위안(5070 조원)으로 발표되었다. 그 중 중앙정부의 채무 잔액은 13 조 4800 억 위안(2282 조원)이고 지방정부의 채무 잔액은 16 조 4700 억 위안(2788 조원)이다. 전체 중국의 정부부채 비율은 36.2%이다. 일각에서는 실제 지방정부 부채가 발표된 통계의 두배에 이를 수 있다는 지적도 제기되고 있다.

LGFV(Local Government Financing Vehicle)란? 지방정부가 자금조달 등을 위해 설립한 회사를 일컫는다. 지방정부의 직접 재정차입을 막는 중앙정부의 규제로 인해 LGFV 는 자금 조달의 우회 창구 역할을 해왔으며, 채권 발행 시 해당 지방정부로부터 암묵적 상환 보증을 받고 있었다. 이들은 지방정부가 추진하는 각종 인프라 사업의 재원 조달을 위해 채권 발행을 늘려 채권시장에서 최대의 플레이어로 부상했다. 지난 2008 년 이후 중국의 전반적인 부채가 급증한 데는 LGFV 가 중심에 있었다는 평가를 받고 있다.

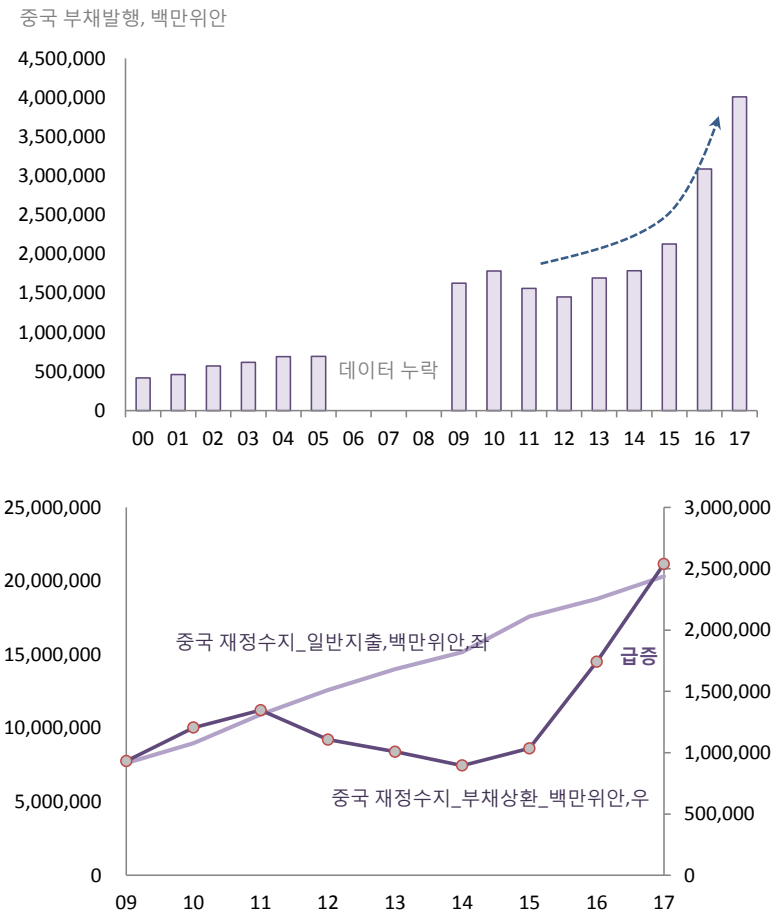
자료 : Northwestern University, Bloomberg, SK 증권

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

중국 정부의 통계를 신뢰하더라도 최근 중국 정부의 부채 발행이나 부채상환 부담이 빠르게 늘어나고 있는 것은 사실이다. 실제 최근 중국 정부의 부채 발행은 2015 년 이후 빠르게 늘어나고 있다. 2009 년 1.6 조 위안(276 조원) 수준이었던 채권 발행액은 2017 년 4 조 위안(682 조원)규모로 2.5 배 늘어났다.

2015 년 이후 부채 상환을 위한 재정지출 역시 빠르게 늘고 있다. 중국 정부의 부채부담이 그만큼 늘었다는 것을 반증하는 부분이다. 중국 정부는 2008 년 세계 경기침체에 대응해 한번에 4 조 위안(680 조원) 규모의 부양책을 발표한 바 있다. 당시 중국 경제가 상대적으로 안정되는 데 일조한 것도 분명하지만, 2015 년 이후 채권 만기가 돌아오고 경제 성장률이 낮아지며 부채 상환 부담은 크게 늘어나게 되었다. 중국의 한해 동안(2017 년 기준) 재정지출은 20 조 위안(3,400 조원) 수준인데, 부채상환을 위한 지출은 2.5 조 위안(425 조원)이다. 2009 년 부채 상환을 위한 재정지출은 1 조 위안이 채 안되는 규모였던 것을 감안하면 크게 늘어난 셈이다.

부채상환을 위한 재정지출 부담액이 빠르게 늘어나고 있다.



중국 정부의 통계를 신뢰하더라도 최근 중국 정부의 부채 발행이나 부채상환 부담이 빠르게 늘어나고 있는 것은 사실이다.

중국 정부는 2008 년 세계 경기침체에 대응해 한번에 4 조 위안(680 조원) 규모의 부양책을 발표한 바 있다. 당시 중국 경제가 상대적으로 안정되는 데 일조한 것도 분명하지만, 2015 년 이후 채권 만기가 돌아오고 경제 성장률이 낮아지며 부채 상환 부담은 크게 늘어나게 되었다.

자료 : CEIC, SK 증권

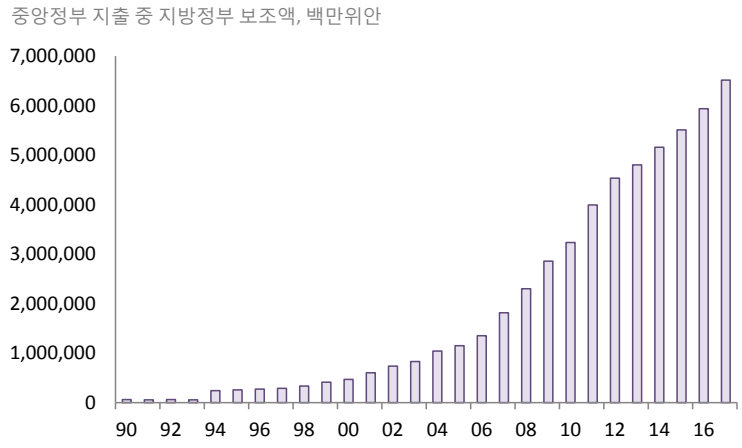
지방정부부채 문제 해결을 위한 세 장의 카드

지방정부 부채 문제를 해결하기 위한 중국 정부의 전략은 ①중앙정부 부채로 스왑, ②지방정부채의 시장 자율 매매, ③질서있는 디폴트 등 크게 3 가지 이다.

① 중앙정부 부채로 스왑

첫번째는 지난 2015 년부터 시행 중인 채무교환 프로그램이다. 지방정부의 자금조달 채널에 대한 엄격한 감독을 요구하는 한편(LGFV 즉, 지방정부 투자기관을 통한 자금 조달 금지), 지방정부 부채를 중앙정부의 부채로 바꿀 수 있는 채권 교환프로그램을 시행했다. 당초 1 조 위안 이상 지원하지 않을 것임을 엄격하게 제한했지만, 이후 3 조 위안 이상의 지방채권이 중앙정부 채권으로 교환된 것으로 알려지고 있다. 실제 중앙정부 지출 계정 중 지방정부 보조액은 빠르게 지속 증가 중이다.

지방정부 부채를 중앙정부 부채로 바꿔 드립니다



지방정부의 자금조달 채널에 대한 엄격한 감독을 요구하는 한편 (LGFV 즉, 지방정부 투자기관을 통한 자금 조달 금지), 지방정부 부채를 중앙정부의 부채로 바꿀 수 있는 채권 교환프로그램을 시행했다.

실제 중앙정부 지출 계정 중 지방정부 보조액은 빠르게 지속 증가 중이다.

자료 : Spellman, Kindleberger and Aliber, Manias, Panics and Crashes(2005)

② 지방정부채의 시장 자율 매매

그동안 각 지방정부가 성장률을 높이기 위해 경쟁적으로 발행했던 지방채권 만기가 돌아오면서 지방정부 채권 디폴트에 대한 불안감이 확대된 것이 사실이다. 이에 중앙정부는 채권투자자 대상을 확대하는 조치를 발표했다. 중국 재정부는 최근 발표한 '2018 년 지방채권 발행공작의견'에서 상업은행이 보유한 지방채권을 장외거래 형태로 증권회사, 보험회사 등 비은행 금융기관과 개인들에 판매하는 것을 허용키로 했다.

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

자본주의적인 관점에서 본다면 채권 투자 풀을 확대한다고 지방채권의 디폴트 위험이 크게 낮아지기는 어려울 수도 있다. 하지만 기억해야 할 것이, 중국은 여전히 중앙정부의 장악력(?)이 높은 구조라는 점이다. 뒤에서도 언급하겠지만 중국 정부는 혼합소유제라는 이름을 통해 기업 채권을 주식으로 교환하는 프로그램을 시행 중이다. 우량한 민간 기업의 자금이 국유 기업을 회생시키는 데 사용된다는 것이 경쟁력/효율성이 떨어지는 일일 수도 있지만 중국은 여전히 정부 주도의 정책이 작동하는 곳이다. 아울러 돌이켜보면 한국, 미국 등에도 각종 구제를 위한 기금 및 재원은 위기의 순간에 큰 규모로 등장했었다.

③ 질서있는 디폴트

지방정부 부채 해결을 위해 중국 정부가 고심하고 있는 카드 중 하나가 디폴트 라는 점은 사실 가장 놀라운 부분이다. 중국 정부는 LGFV(지방정부투자기관)를 통해 지방정부가 우회적으로 부채를 늘려온 것을 집중 관리 대상으로 삼고 있다. 여러 규제가 있었지만 지방정부 역시 여러 편법을 동원했다는 것이 중국 현지의 평가이다. 이에 중국 정부는 최근 일부 지역에서 강수를 두고 있다. 실제 내몽골의 LGFV 가 디폴트에 처했으며, LGFV 에 대한 규제 수위가 높아지며 중국의 신용스프레드는 2 년 반만에 최고치로 높아지기도 했다. 쉬종 인민은행 연구국 국장 역시 중앙정부가 지방정부의 파산을 허용하면 지방 정부의 과도한 부채를 억제하는 데 도움을 줄 것이라고 말했다. 중앙정부가 지방정부의 부채를 보증하지 않을 수 있다는 점을 투자자에게 상기시켜야 하며, 미국 디트로이트와 같은 방식의 파산이 오히려 투자자에게 신뢰를 줄 수 있다고 공개 발언한 것이다. 그야말로 초강수 이다.

중국 인민은행 연구국 국장은 공개 지면을 통해 디트로이트 식 지방정부 파산이 오히려 투자자에게 신뢰를 줄 수 있다고 말했다.

지방정부 투자기관(LGFV)의 무분별한 차입억제 조치가 내려진 이후 신용 스프레드가 2 년 반 만에 최고 수준으로 높아졌다.

LGFV 가 지방정부의 암묵적 보증이 없는 투자기관으로 활동해야 한다는 것이 중앙정부의 지침이다. 중국 재정부는 지난 3 월 말 금융기관들에 대해서는 경제적 타당성이 없거나 지방정부의 암묵적으로 보증하는 인프라 사업에 대출하는 것을 금지한 바 있다.

실제 중국 내몽골의 지방정부 투자기관이 6,800 억원 부채를 상환하는데 실패했다.

자료 : Bloomberg, SK 증권

2013 년 귀주모태주 주가를 꺼내어 보다

앞서 언급한 세가지 전략으로 중국의 지방정부 부채 문제가 말끔히 해결되리라 기대하지는 않는다. 한국 역시 공기업까지 더해보면 정부 부채 비율이 상당히 높아진다는 분석 기사가 아직도 간간히 등장하지 않는가.

그보다는 중국 정부가 집요하리만큼 꾸준히 지방정부 부채 문제를 해결해 나갈 것이며, 내몽골 사례처럼 실제 디폴트도 발생할 수 있다는 있다는 점을 눈여겨 봐야 할 것이다.

2012 년 시진핑 정부 출범 이후 핵심 정책 중 하나는 '부패척결'이었다. 한국 사람들도 '꽌씨'라는 단어를 알 정도로 중국은 관계가 중요한 나라였는데, 시진핑 정부는 지독할 만큼 부패 척결 기조를 밀고 나갔다. 당시 귀주모태주 주가는 1 년여 만에 절반으로 하락한 것이 이를 반증한다. 고급 술인 귀주모태주 뿐 아니라 전체 외식업 및 소매판매도 휘청일 정도로 당시의 부패척결 정책은 대단했다.

실제 중국 정부는 정기적으로 처벌 공무원 수치를 발표한다. 당 중앙기율검사위·국가감찰위원회는 올해 1 분기 9.6 만명이 각종 비리에 연루돼 처벌받았다고 발표했다. 이는 전년대비 12.9% 늘어난 수준이다. 지방정부 부채 문제 역시 물러섬 없이 지속 압박될 가능성에 무게를 둔다. 그 과정에서 많은 노이즈가 발생할 것이나, 중국 정부의 통제 하에 진행될 가능성 역시 높다.

귀주모태주의 주가를 보면 시진핑이 부패척결을 얼마나 집요하게 했는지 알 수 있다

2013 년부터 2015 년까지 3 년간 중국의 명품 소비 시장은 하락세였다. 귀주 모태주에서도 볼 수 있듯이 명품 술에 대한 수요가 줄어들면서 주가 또한 하락한 것을 알 수 있다.

2015 년 중국사치품 시장 연구보고서에 따르면 반부패 정책의 영향으로 명품 소비는 감소했고 명품시계와 가방, 고급남성의류의 매출이 급락하는 모습을 보였다 진단했다.

자료 : Bloomberg, SK 증권

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

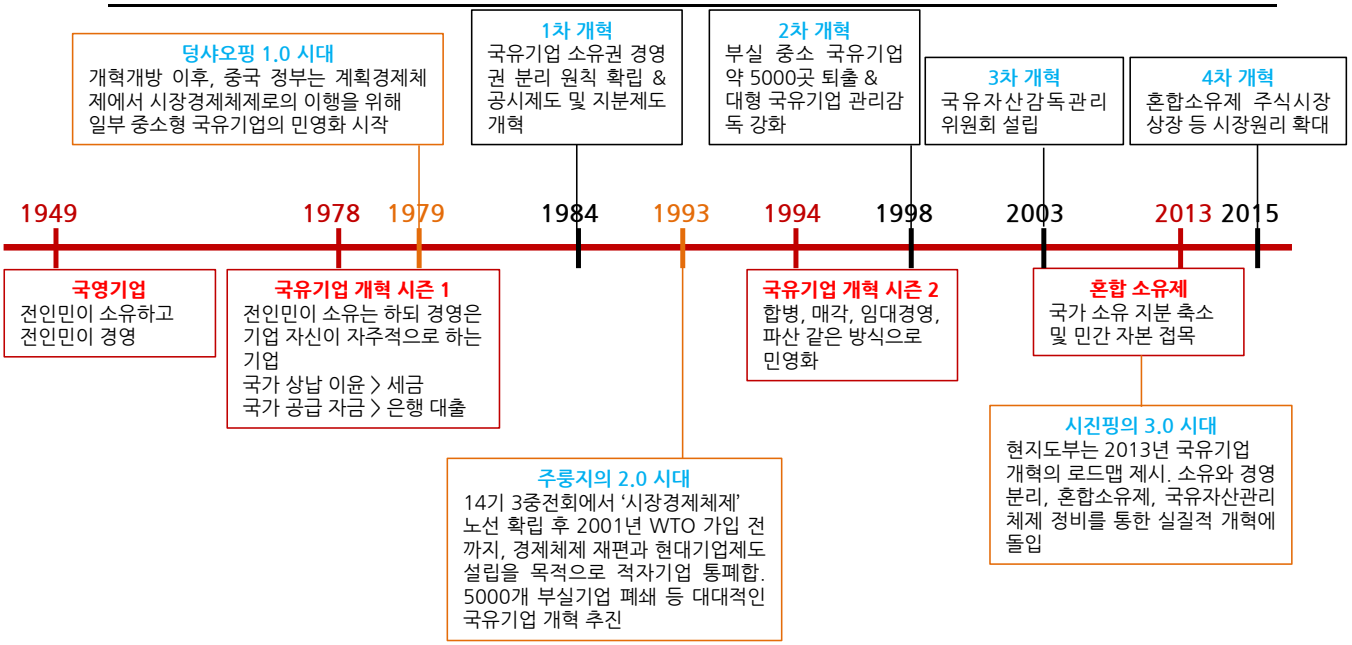
(2) 국유기업 : 통폐합 및 혼합소유제로의 이행

지방정부 부채도 간단치 않지만 중국 정부가 가장 시급하게 해결해야 할 대상은 부채 중에서도 기업부채, 그 중에서도 국유기업부채이다. 중국 정부는 중국의 기업부채 문제를 해결하기 위해 통폐합을 통한 중국판 'Red Hulks'의 탄생을 꾀하고 있다(Part x. 참고). 기업 통폐합과 더불어 추진 중인 것은 '혼합소유제'이다.

중국은 사회주의를 근간으로 하고 있다. 인민이 모여서 일하는 작업장(?)은 있지만 자본주의 개념에서의 사적 영리를 추구하는 기업은 사실 제도 안에 들어 있지 않았다. 1950 년대 전후 등장한 기업 역시 명명된 이름은 '국영기업' 이었다. 전인민이 소유하고 전인민이 경영하는 기업을 뜻하는 이름이었다. 1978 년 개혁개방을 기점으로 중국 정부는 국유기업의 민영화를 시작했다. 전인민이 소유하되 경영은 기업 자신이 자주적으로 하는 것을 주요 내용으로 했다. 이름 역시 국가가 소유하지만, 운영은 하지 않는 '국유기업'으로 수정되었다.

최근 중국은 혼합소유제로의 이행을 시작했다. 소유와 경영을 완전히 분리하는 가운데, 민간 자본을 활용해 국유기업의 부채를 근본적으로 줄인다는 것이 계획의 핵심이다.

중국 기업의 3 단계 진화. 국영기업에서 국유기업으로, 다시 혼합소유제로의 이행



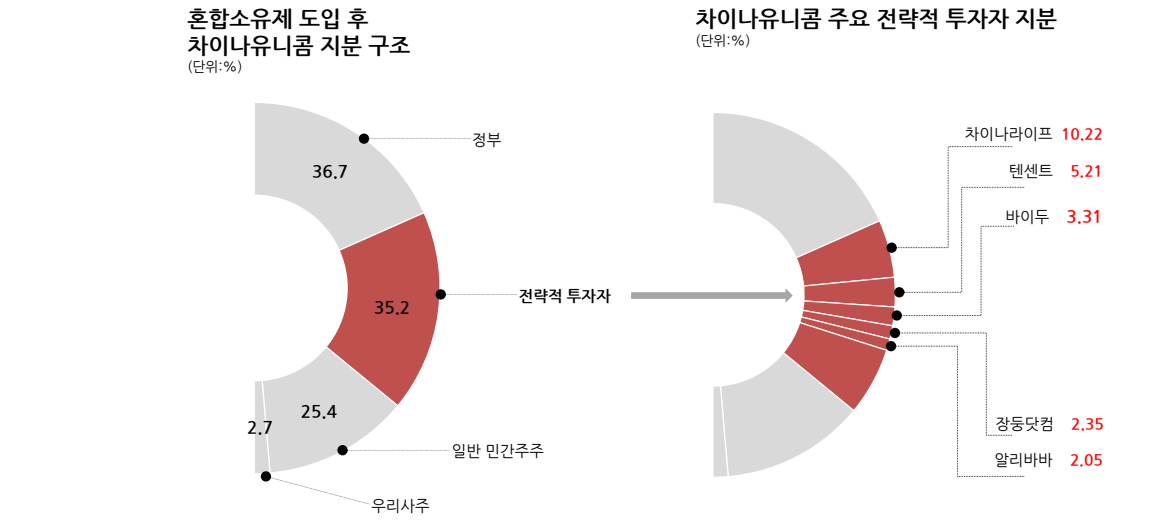
자료 : https://www.rfa.org/korean/weekly_program/china/reform_gov_owned_company-20070208.html, http://news.joins.com/article/15851231, SK 증권

국유기업 부채를 주식으로 바꿔 드립니다

혼합소유제의 목표는 실적이 부진한 국유기업에 민간 자본을 투입함으로써 경영 효율성을 높이고 기업 경쟁력을 제고한다는 것이다. 차이나유니콤이 혼합소유제 시행의 첫 번째 사례이다. 차이나유니콤이 첫 대상 기업으로 선정된 이유는 차이나모바일과 차이나텔레콤에 비해 경쟁력이 떨어지기 때문이다. 차이나유니콤의 올해 상반기 순이익은 1 위 통신사 차이나모바일의 1.2% 수준에 불과하다. 빅데이터, 사물인터넷(IoT) 등 차세대 사업에도 뒤처져 있다는 평가를 받고 있다.

기본 프레임은 14 개 기업으로 이루어진 컨소시엄이 차이나유니콤의 지분(전체 지분의 35.2%, 780 억 위안, 13.3 조원)을 매입하는 형태이다. 부채가 주식으로 바뀌는 순간이다. 컨소시엄에는 알리바바, 텐센트, 바이두, 징둥닷컴 등 중국의 대표 테크 기업과 디디추싱, 가전 유통업체 쑤닝 등이 투자에 참여했다. 차이나유니콤 외에도 전력, 석유, 천연가스, 철도, 항공, 군수 등 분야를 혼합소유제 시범 분야로 선정했다. 동방항공, 중국선박, 중화국제(석유) 등이 다음 대상으로 선정되었다.

혼합소유제의 첫번째 시행 대상인 차이나유니콤. 기본 프레임은 컨소시엄이 차이나유니콤의 지분을 매입하는 형태



자료 : 차이나 유니콤, SK 증권

효과에 대해서는 의견이 분분하다. 혼합소유제가 국유기업과 민간 기업간 시너지로 이어질 것이라는 평가가 있는 한편, 민간 기업의 경쟁력을 오히려 떨어뜨릴 수 있다는 비판도 있다. 부실 국유기업을 과감히 시장에서 퇴출시켜야 하는데 중국 정부는 오히려 민간 기업의 자본을 국유기업에 투입하고 있다는 것이다. 아울러 혼합소유제로의 이행 이후에도 여전히 통제력 하에 있을 것이라는 지적도 제기된다. 실제 차이나유니콤의 지분 10.2%를 매입한 차이나라이프는 국유생명보험사이다. 월가에서는 민간 기업들이 경제적인 동기보다 정치적인 이유로 혼합소유제에 참여하고 있다는 의견을 내놓았다.

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

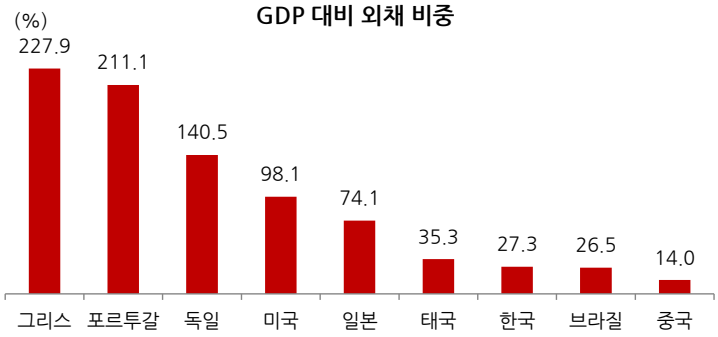
(3) 가장 약한 고리는 중국이 아니다

중국 정부가 해결해야 하는 문제가 많고 해결책으로 내세운 전략 역시 비판이 제기되고 있지만, 중국 경제가 큰 위기를 겪을 가능성은 낮다는 것이 소결론이다. IMF 가 경고한 대로 다음 번 경제 위기는 중국'發'이 될 가능성은 높지만, 가장 큰 피해를 보는 나라는 중국이 아닐 것이다. 중국은 외채 규모, 저축률 등을 다른 국가들과 비교하면 비교할수록 건강하다. 오히려 중국 기업들이 투자한 지역과 자산이 위기의 진앙지일 가능성이 높다는 판단이다. 결론부터 말하자면 글로벌 부동산이 가장 약한 고리가 될 것이다.

① GDP 대비 외채 비중

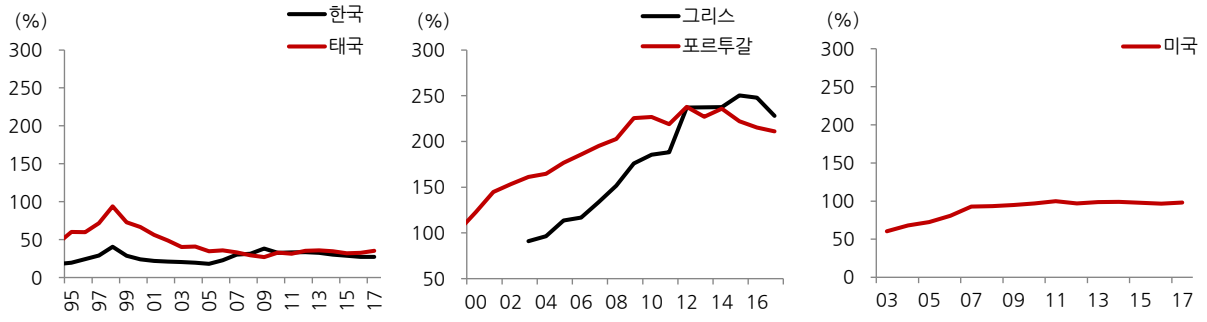
빚의 규모도 중요하지만 누구 빚인지가 더욱 중요하다. 그리스, 포르투갈의 GDP 대비 외채 비중은 200%를 훌쩍 넘었으며, 미국도 100% 내외이다. 중국의 GDP 대비 외채 비중은 14%에 불과하다. 중국의 빚은 중국 내에서의 배분으로 해결될 수 있는 문제라는 뜻이다.

GDP 대비 외채 비중 : 빚의 규모도 중요하지만 누구 빚인지가 더욱 중요하다.



빚의 규모도 중요하지만 누구 빚인지가 더욱 중요하다. 그리스, 포르투갈의 GDP 대비 외채 비중은 200%를 훌쩍 넘었으며, 미국도 100% 내외이다.

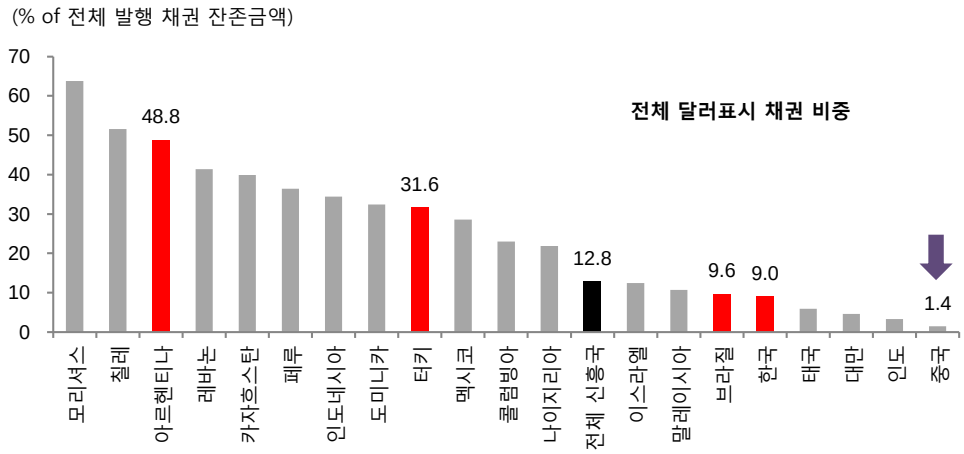
중국의 GDP 대비 외채 비중은 14%에 불과하다. 중국의 빚은 중국 내에서의 배분으로 해결될 수 있는 문제라는 뜻이다.



자료 : IMF, SK 증권

전체 채권 발행액과 대비해서도 달러 표시 채권 비중은 미미한 수준이다. 전체 발행 채권 잔존금액에서 달러 표시 채권 비중은 1.4%에 불과하다. 최근 위기를 겪고 있는 아르헨티나가 50% 내외, 터키가 31.6% 인 것과 비교한다면 크게 낮은 수치이다. 좀 더 과장해서 말하자면 거의 없는 수준이다. 참고로 전체 신흥국의 채권 중 달러표시 채권 비중은 13% 내외이다.

전체 채권 발행 대비 달러 표시 채권은 1.4%에 불과. 다른 신흥국과는 클라스가 다르다.

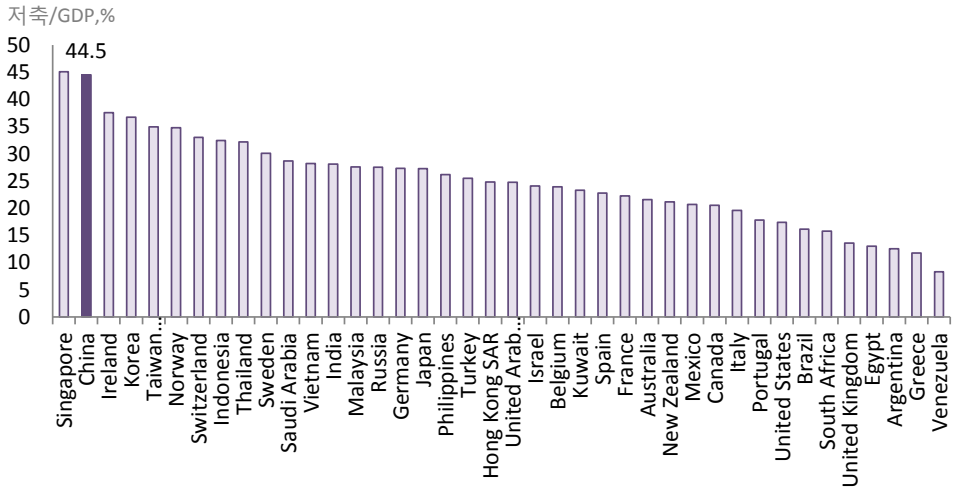


자료 : BIS, SK 증권

② 저축률 : 낮아진 저축률이 45%

중국 경제 위기 가능성에 대해 크게 무게를 두지 않는 또 다른 이유는 저축률이다. 중국의 저축률은 45%에 육박한다. 2010 년만 해도 52%에 달했던 저축률이 최근 낮아지고 있지만, 낮아진 저축률이 세계 2 위 수준이다. 금액으로 하면 무려 584 조 달러이다.

중국의 저축액은 무려 584 조 달러에 달한다.



자료 : IMF, SK 증권

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

오히려 중국이 투자한 곳이 약한 고리다.

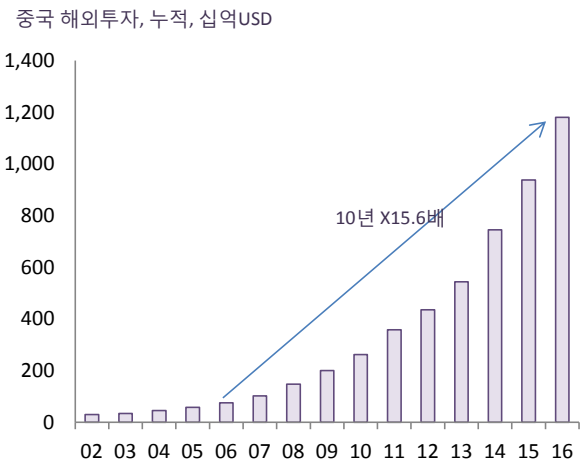
중국이 건강하다면 오히려 중국이 투자한 곳이 약한 고리가 될 것이다. 해외투자는 여러 방식으로 이루어지는데, 직접투자(흔히 말하는 FDI, 해외 부동산 취득), 포트폴리오 투자라고 불리는 증권투자 등이 있다. 우리가 주목하는 것은 직접투자이다.

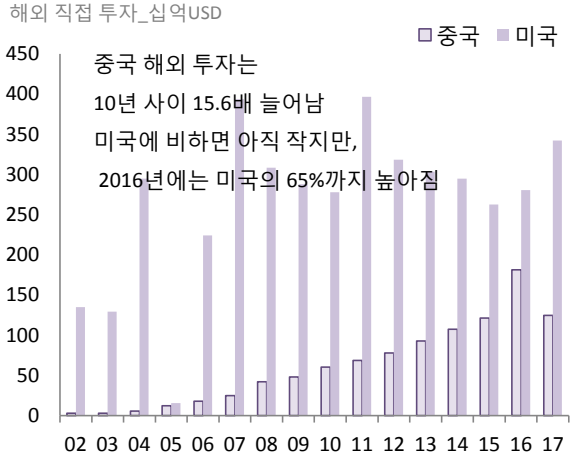
이제까지 중국이 세계의 투자자금을 빨아들이는 블랙홀이었다면, 중국의 경제규모가 커지면서 중국의 해외 투자액 역시 급격하게 늘어났다. 2015 년을 기점으로 중국의 해외투자가 對중국 투자를 추월하게 되었다. 미국에 비하면 아직 작지만, 지난 10 년간 중국의 해외투자는 15.6 배나 늘어났다. 이는 미국의 65% 수준까지 높아진 것이다. 누가 중국에 투자하는 것이 중요한게 아니라 중국이 어디에 투자하는가가 공히 중요해졌다는 의미이다.

누가 중국에 투자하는 것이 중요한게 아니라 중국이 어디에 투자하는가가 공히 중요해졌다

자본·금융계정의 구성항목

자본·금융계정	자본수지 (자본계정)	자본이전	해외 이주비나 채무면제
		비생산·비금융자산	토지, 지하자원 등 비생산유형자산 취득 및 처분
	금융계정	직접투자	경영참여 등 영속적인 이익을 위한 대외투자 해외 부동산 취득(별장, 주택) 주식 구입이나 자금 대여
		증권투자	투자자본의 가치 증가 또는 이윤획득만을 목적으로 한 대외투자
		파생금융상품	파생금융상품 거래에서 발생한 손익
		기타투자	현금거래, 무역신용 등
		준비자산	중앙은행의 대외자산





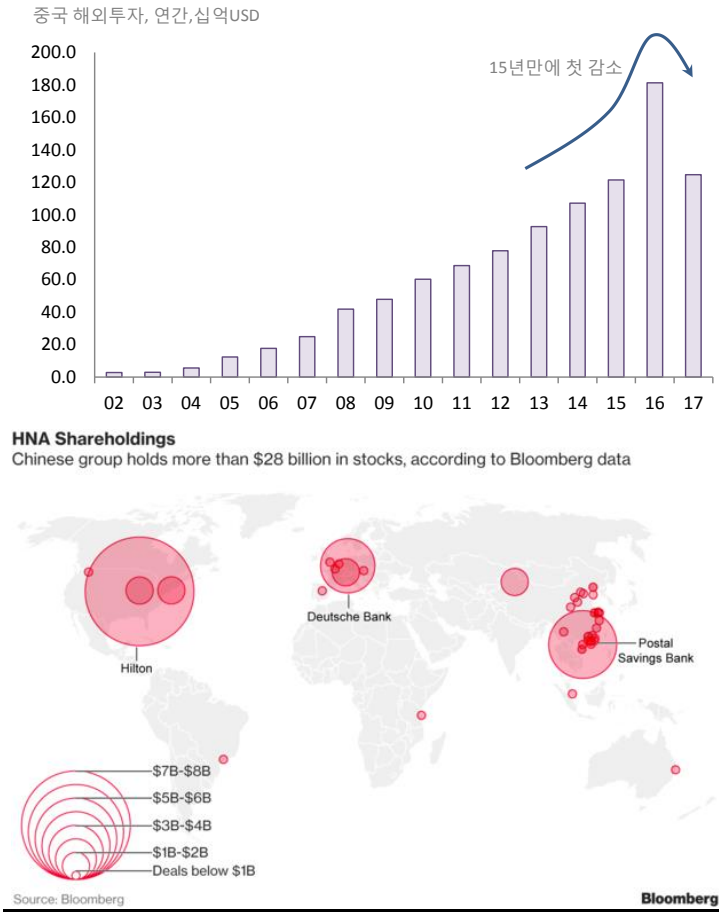
자료 : KDI, CEIC, SK 증권

중국은 이미 해외 자산을 처리(?) 하기 시작했다

앞서 언급했지만 중국은 자국내 부채 문제를 해결하기 위해 해외 자산을 처리하기 시작했다. 기업의 효율을 높여 성장성을 높이는 것이 부채 문제를 해결하는 정공법이지만, 이 전략이 성공한 사례는 찾기 어렵다. 마치 쇼핑이라도 하듯이 사들였던 해외 자산을 매각하여 유동성을 확보하는 것이 중국 입장에서는 가장 쉬운(?) 부채 축소 전략이 될 것이다.

아울러 기업들의 해외 자산 매각이 일정 부분 외화유출의 편법으로 이용되었다는 것을 감안하면 중국은 정부 차원에서 해외 자산 매각을 유도하는 정책을 취할 수 밖에 없다. 정치적인 배경은 제외하더라도 지난 1 년 반 사이 위안화는 10% 강세를 기록했다. 즉 해외에 있는 자산의 가치가 10% 디스카운트 되었다는 것을 의미한다. 경제적인 목적에서도 유동성확보 및 자산가치를 감안했을 때 해외 자산 매각은 향후 더욱 늘어날 가능성이 엿보인다.

중국의 해외투자는 지난 해 15 년만에 처음으로 감소했다.



자료 : CEIC, https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-02-02/as-hna-led-trophy-hunters-downsize-here-s-what-they-still-own, SK 증권

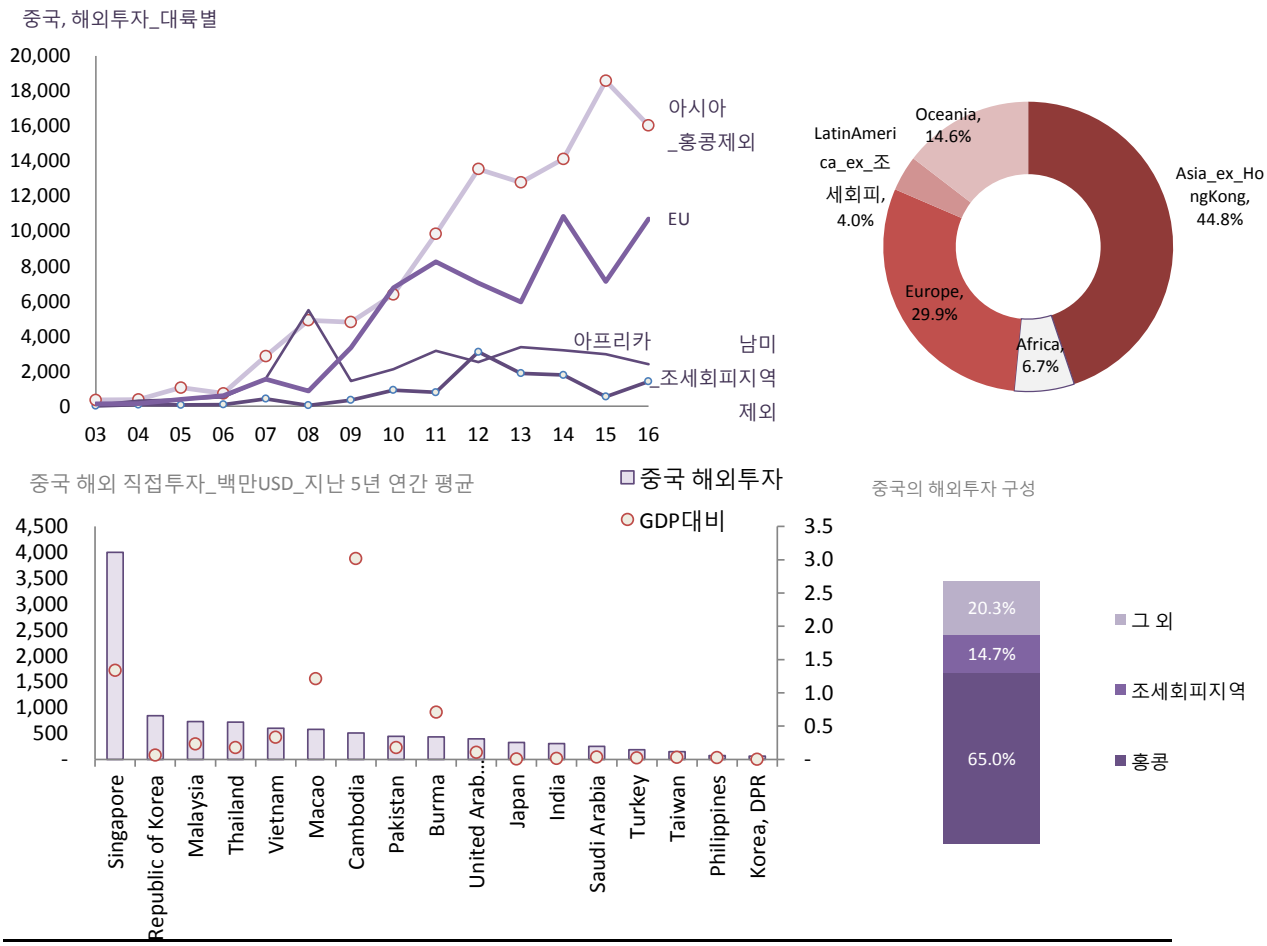
Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

그렇다면 중국이 어디에 가장 많이 투자했을까. 즉 어디가 가장 취약한 고리가 될 수 있을까가 관건이다. 지역별로 break-down 해보면 중국이 가장 많이 투자한 곳은 단연 아시아 국가이다. 전체 해외 투자 중 45% 가량이 아시아 지역에 집중되어 있다.

국가별로 보면 싱가폴, 한국, 말레이시아, 태국 등이 상위에 올라 있다. 그 중 싱가폴은 2 위 한국에 비해서 4.5 배 가량의 투자자금이 집중되어 있다.

다만 아시아 국가 중에서, 특히 개별 국가로는 가장 많은 투자자금이 집중된 싱가폴에서 위기가 발생할 가능성은 높지 않아 보인다. 싱가폴은 앞서 데이터에서 확인했듯이 중국보다 많은 저축을 보유한 나라이다. 아울러 국가별 투자자금을 보면 홍콩과 조세회피지역이 전체의 80%를 차지하고 있다. 한마디로 공개된 통계로 해외 자금의 집중도를 발라내기에는 부족하다는 얘기다.

홍콩과 조세회피지역으로의 투자가 80% 임을 감안할 때 가장 취약한 국가를 찝어내기에는 한계가 있었다.



자료 : CEIC, SK 증권

부동산에 집중되어 있는 중국의 해외 투자

국가별로는 약한 고리의 판별이 쉽지 않은 데 반해, 자산 별로는 비교적 명확한 결론이 가려져 나온다. 중국의 산업별 해외투자 데이터를 보면 임대 및 부동산 서비스가 단연 1 위를 차지하고 있다. 심지어 나머지 분야를 거의 합한 것에 준하는 분야가 바로 부동산 관련 투자였다.

임대 및 부동산 서비스에 투자된 금액은 2003 년 이후 총 5,000 억 달러에 달한다. 완다, HNA 등 중국 기업들이 해외 부동산 쇼핑에 나섰던 것을 감안하면 생각보다는 오히려 작은 금액이다. 해외로의 자금 유출을 막았던 것이 중국 정부의 공개적인 스탠스였던 것을 감안하면 5,000 억 달러라는 금액은 중국 정부의 통계 상 수치에 불과하며 실제 보유한 해외 부동산 자산은 훨씬 많다는 것이 가능한 추론이다.

중국의 산업별 해외투자 데이터를 보면 임대 및 부동산 서비스가 단연 1 위

분야	십억 USD (2003 년 이후 누적)
Leasing and Commercial Service	474
Financial Intermediation	177
Wholesale and Retail Trade	169
Mining	152
Manufacturing	108
Information Transmission, Software and Information Technology Service	65
Real Estate	46
Transport, Storage and Postal Service	41
Construction	32
Electricity, Gas & Water Production and Supply	23
Scientific Research & Polytechnic Service	20
Resident, Repair and Other Services	17
Farming, Forestry, Animal Husbandry, Fishery	15
Culture, Sport & Entertainment	8
Accommodation & Catering Trade	4
Water Conservancy, Environment & Public Utility Management	4
Health Care and Social Work	1
Education	1

자료 : CEIC, SK 증권

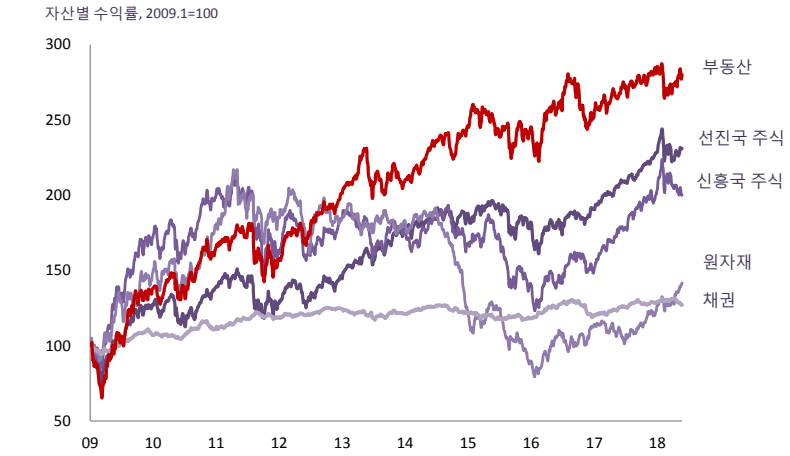
Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

Signal as a Risk Indicator

실제 2009 년 이후 자산별 수익률을 보면, 부동산의 수익률이 다른 자산을 큰 폭으로 상회한다. 선진국 주식 등도 2009 년 대비 250% 이상의 수익률을 기록했지만, 부동산은 최저점 대비로는 325%의 수익률을 기록했다. 소득 대비 부동산 가격 상승이 두드러졌던 국가는 영국, 캐나다, 뉴질랜드, 스웨덴이며 캐나다 주요도시의 부동산 가격 상승세가 주춤하지만 아직 글로벌 부동산 가격 상승세는 대체로 지속되고 있다.

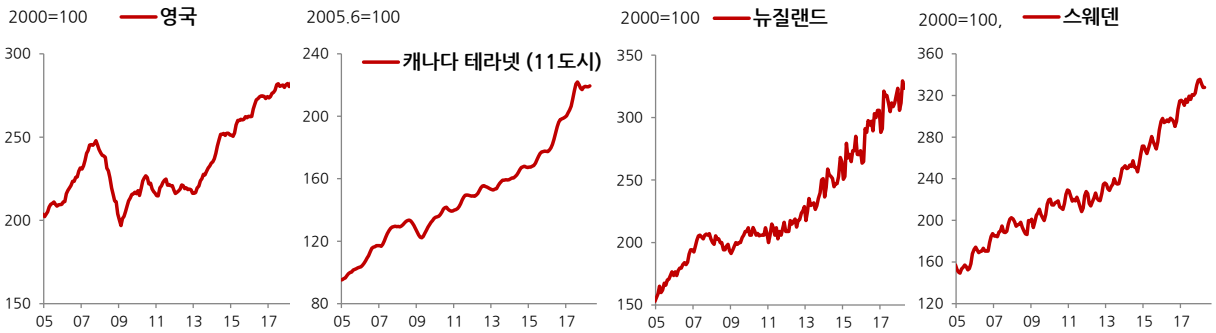
2008 년 서브프라임 모기지 사태와 같이 부동산 가격 하락이 전세계 금융위기로 확산되는 시나리오를 그리고 있지는 않지만, (당시 금융위기가 유례없는 전세계 경기 침체로 이어졌던 것은 고위험군의 모기지 채권이 큰 규모로 유동화되었기 때문이었다) 중국의 해외 자산 매각이 이미 시작되었다는 점과 부동산이 가장 높은 수익률을 올린 자산이라는 점을 감안할 때 향후 글로벌 부동산 가격을 주식 약세장 진입의 시그널로 주시할 필요가 있다.

부동산의 수익률이 다른 자산을 큰 폭으로 상회. 향후 글로벌 부동산 가격을 주식 약세장 진입의 시그널로 주시할 필요



2008 년 서브프라임 모기지 사태와 같이 부동산 가격 하락이 전세계 금융위기로 확산되는 시나리오를 그리고 있지는 않지만,

중국의 해외 자산 매각이 이미 시작되었다는 점과 부동산이 가장 높은 수익률을 올린 자산이라는 점을 감안할 때 향후 글로벌 부동산 가격을 주식 약세장 진입의 시그널로 주시할 필요가 있다.



자료 : Bloomberg, BIS SK 증권

4. 중국판 Red Hulk 의 탄생

① 국영기업 최고위 관리자, 중국판 Red Hulk 의 탄생을 암시하다

중국이 부채로 인한 경제 위기를 맞을 것인가를 알아보기 위해 분석을 시작했지만, 아주 바닥까지 분석을 해본 우리의 결론은 오히려 '중국판 Red Hulks 의 탄생'이다.

앞선 글에서 이야기했듯이 SASAC 는 사실상 중국의 국영기업을 관할하는 최고 기관이다. 그 기관의 의장(chairman)을 맡고 있는 인물은 샤오 야칭이다. 그는 해외언론과 인터뷰를 잘 갖지 않는 것으로 잘 알려져 있는데, 이례적으로 2018 년 1 월 다보스포럼에서 로이터 통신과 진행한 인터뷰에서 매우 흥미로운 발언을 했다. 앞으로 중국의 국영기업들의 방향성은 어떻게 되냐는 질문에 대해 다음과 같이 말했다

"Our Wish is for them to be bigger, stronger and more efficient. And this is what they're about to be in the future."
"우리가 바라는 것은 국영기업을 더욱 크고 강력하면서도 효율적으로 만드는 것이다. 그리고 머지 않은 미래에 그렇게 될 것이다."

결국 현존하는 국영기업을 최대한 M&A 를 통해 더욱 크고 강하게 만들겠다는 의사를 직접적으로 표시한 것으로 이해할 수 있다. 로이터 통신과의 인터뷰에서 그 외에 흥미로운 의견이 나온 것을 첨언해보자면 다음과 같다.

1. 중앙정부가 관리하는 SOE 는 이미 2012 년 117 개에서 현재 98 개로 줄었음
2. 앞으로도 지속적으로 SOE 간 M&A 가 있을 것이고, 최대한 자발성을 유도할 것임
3. 좀비기업을 청산시킨 이후 경영효율성이 현저하게 증대되었음
4. 석탄생산능력 감축과 동시에 *석탄발전, 비철, 조선, 건자재 공급과잉 감소* 유도할 것
5. 시장주도로 발생하는 파산은 지속될 것이며, 이를 자연스럽게 바라볼 것

샤오 야칭의 이 인터뷰는 차후 SOE 의 방향성, 넘어서서 중국 기업들의 중장기적인 방향성을 읽어내는 데 유용하다는 판단이다. 특히 우리가 주목해야 하는 것은 부실기업 간의 M&A 를 통해서 더욱 크고 강력한 기업, 즉 중국판 Red Hulk 의 탄생을 미리 암시하고 있다는 부분이 매우 흥미롭게 들린다. 특히 앞선 공기업의 섹터별 재무 분석에서 유틸리티와 건설부문의 부채부담이 높은 것으로 나타났는데, 마침 샤오 야칭이 이 두 섹터의 공급과잉 감소를 직접 언급했다. 그렇다면 Red Hulk 의 탄생을 기대해볼 수 있는 두 섹터로서 유틸리티와 건설을 우선적으로 지목할 수도 있을 것 같다.

그렇다면 이들 섹터에서의 Red Hulk 탄생은 어떤 경위로 이뤄지게 될까? 그리고 그런 과정이 글로벌 산업에 미치는 영향을 어떤 것일까? 이를 살펴볼 수 있는 좋은 선례가 있다. 바로 미리 구조조정이 시작되어 성공리에 마무리가 되고 있는 철강산업이다.

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

③ 더 크고, 강력하면서도 효율화 된 중국 Red Hulk 철강기업

세계적인 불황을 이끌어낸 중국의 철강 공급과잉

뉴밀레니엄의 시작과 함께 2000 년대 초중반에서 철강은 그야말로 역사에 남을 호황을 맞이했었다. BRICs 로 대변되는 개발도상국 성장시대 속에 그들의 적극적인 인프라 투자가 진행되면서 철강 수요가 폭발적으로 증대했기 때문이었다. 이로 인해서 2000 년 이후 2008 년 5 월 고점까지 MSCI world 철강 지수는 무려 6.2 배 상승하기도 하였다.

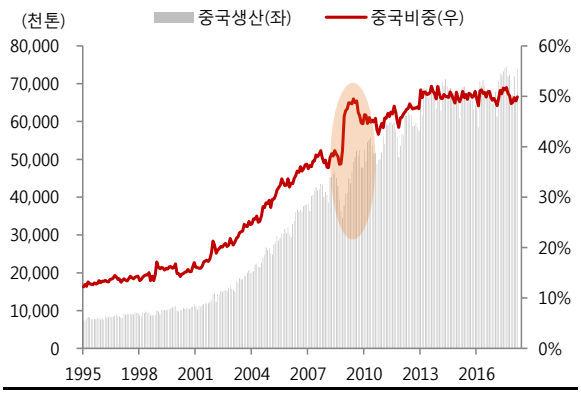
하지만 '산이 높으면 골이 깊을 수밖에 없는' cycle 산업의 원칙은 그 때에도 어김없이 적용이 되었다. 대단한 호황 장기간 지속된 나머지 세계 철강업계가 과도하게 낙관적 기대에 빠져 생산능력을 공급과잉에 이를 만큼 지나치게 확대하게 된 것이었다. 그리고 그러한 설비 신증설의 중심에는 역시 중국이 있었다. 이미 2000 년대 이후 철강 생산량을 비약적으로 끌어올리던 그들은, 결국 2008 년 이후 또 한 번의 급격한 생산증대로 인하여 전 세계에서 중국의 비중을 50%, 거의 절반까지 확대하게 되었다.

이후 시황은 이전과 정반대로 걷잡을 수 없는 악화일로를 걸었다. 중국은 세계 50% 수준의 생산점유율을 유지하면서 막대한 양의 철강생산을 지속했고, 이는 글로벌 철강수요가 감당할 수 없는 수준이었다. 2008 년 사상 최고점을 찍었던 MSCI World 철강 지수도 2016 년까지 속절없이 무너져 내리게 되는데, 2016 년 초반에는 600 선도 무너지면서 거의 10 년 만에 최저치를 기록하기도 하였다.

2000 년대 초반 역사에 남을 호황을 누렸던 세계 철강업계

자료 : Bloomberg, SK 증권

리먼사태를 전후로 세계 철강생산의 절반을 차지하게 된 중국



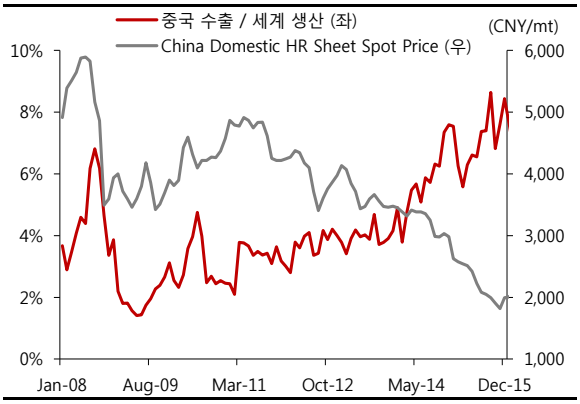
자료 : Bloomberg, SK 증권

중국이 전 세계 철강시황에 악영향을 미쳤다는 것은 수출과 가격 데이터를 통해서도 확인이 된다. 중국은 분명히 세계철강 수요의 가장 많은 비중을 차지하는 국가였지만, 이들마저도 자국 내에서 생산되는 물량을 감당할 수가 없었다. 때문에 자국 내 열연가격은 속절없이 하락을 지속하기 시작했다. 리먼사태 직전만 하더라도 톤당 6 천 위안에 육박하던 중국 열연가격은, 2011 년부터 본격적인 하락세를 시작해 2015 년에는 톤당 2 천 위안까지 급락하게 된다. 1/3 가격까지 하락하게 된 것이었다.

당연히 이렇게 까지 자국 내 공급과잉이 심각해지자 저가의 잉여공급물량은 해외로 뛰쳐나오기 시작했다. 이렇게 되면서 세계 철강 생산량에서 중국의 수출물량이 차지하는 비중은 2009 년만 하더라도 2% 미만이었지만, 2015 년에서는 9%에 육박하는 수준까지 급격하게 증대하게 된다. 때문에 전 세계는 저가의 중국 철강 가격으로 인해 전체적인 이익 감소를 경험한다. 실제로 동기간 글로벌 철강업체의 영업이익은 지속적인 하락세에서 헤어나지 못했었다.

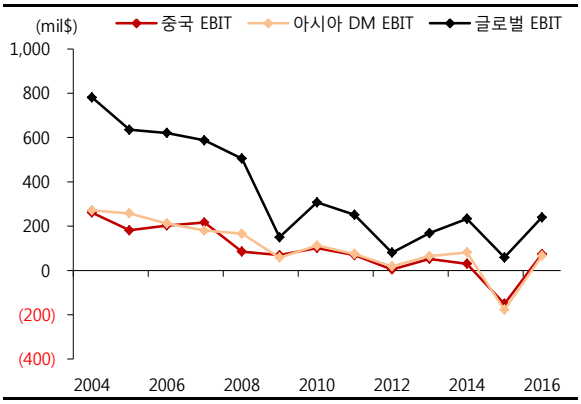
리먼사태로 대변되는 2008 년 이후 2015 년까지. 전 세계 철강 시황은 이렇게 '중국의 공급과잉'이라고 요약될 수 있는 사태 속에서 최악의 국면에 경험하고 있었다. 그리고 중국 정부당국이 결국 본격적으로 움직이게 된 것이 바로 이 최악의 국면, 즉 2015 년부터였다.

중국은 저가철강물량에 대해서 수출 증대로 대응



자료 : Bloomberg, SK 증권

세계 철강업체의 영업이익 추이



자료 : Bloomberg, SK 증권

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

중국판 철강 Red Hulk 탄생에서의 교훈 ① 초기국면은 불황 '심화'

중국 당국은 12 차 5 개년 규획 당시 공업정보화부에 의해서 중국 철강 구조조정에 대한 구체적인 계획을 내놓았다. 중단기 목표로서는 2015~17 년 구간을 잡았는데, M&A 가속화를 통해 철강사를 기존 500 개에서 300 개로 축소하고, 그를 통해서 가동률을 80% 이상을 높여 자산 수익성을 합리적인 수준으로 회복시킨다는 것이 큰 골자였다. 결국 현재의 심각한 공급과잉은 M&A 와 설비폐쇄(scrap)를 통해서 강제적으로라도 해소시키겠다는 전략이었다.

그렇지만 더욱 중요한 것은 2025 년을 타겟으로 한 장기목표였다. 자국 내 상위 10 개사의 점유율을 60%까지 높이고, 그와 동시에 글로벌 경쟁력을 갖춘 철강사 3~5 개를 육성하는 형태로서 철강산업을 개편하겠다는 것이 골자였다. 결국 중단기 목표에서 보여준 '구조조정'이라는 측면에 머무는 것이 아니라, 산업 내 '글로벌 메이저 기업 탄생'을 정부차원에서 독려하겠다는 의미로 해석이 가능한 부분이었다.

이는 앞서서 SASAC 의 의장 샤오 야칭이 언급한 것과 거의 동일한 것으로 해석할 수 있다. 즉 그들은 무분별한 확장으로 인해 부각된 공급과잉을 해소하기 위한 국가차원의 전략으로서 '중국판 Red Hulk'의 탄생을 궁극적인 지향점으로 삼았던 셈이다.

12 차 5 개년 규획 당시 공업정보화부가 제시한 중국판 철강 Red Hulk 탄생의 포석

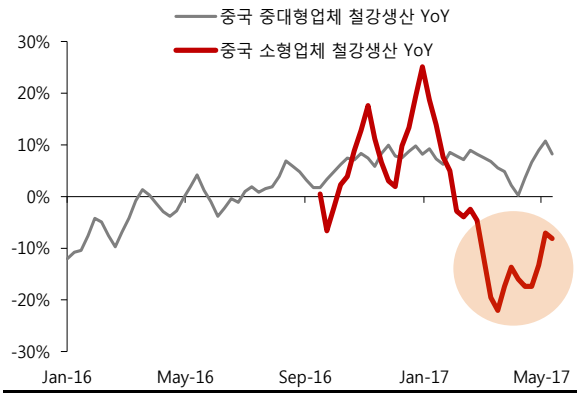
중국 철강산업 중장기 목표
[중단기 목표: 2015~2017년]
- 가동률 80% 이상으로 높여 이윤율, 자산 수익성을 합리적인 수준으로 회복
- M&A 가속화로 철강사를 기존 500개에서 30개로 축소
- 생산능력 8000만톤 감소시켜 고급 과잉 문제 완화
- '철강+IT' 융합발전을 주요 특징으로 하는 '스마트 제철소' 2~3개 육성
[장기 목표: 2025년]
- 조강생산 상위 10개社 산업집중도를 60%까지 향상
- 글로벌 경쟁력 갖춘 철강사 3~5개 육성
- 중대형 철강사 매출 대비 R&D 투입비중을 1.7%로 확대
- 신제품 판매량 매출 비중 20%로 확대
- 철강산업 전자상거래 시장 규모를 매출 규모의 20%로 확대
- 제강의 철스크랩 사용 비중을 30%로 확대

자료: POSRI, SK 증권

이와 같은 발표가 나온 직후 선제적으로 철강산업의 구조조정, 즉 소형 업체의 폐쇄 작업은 빠르게 진행된다. 실제적인 소형업체의 철강생산량은 2017 년부터 본격적으로 급락을 하게 된다. 주간 기준으로 파악해봤을 때 최대 전년대비 -22%의 생산량 급감까지 나타난다.

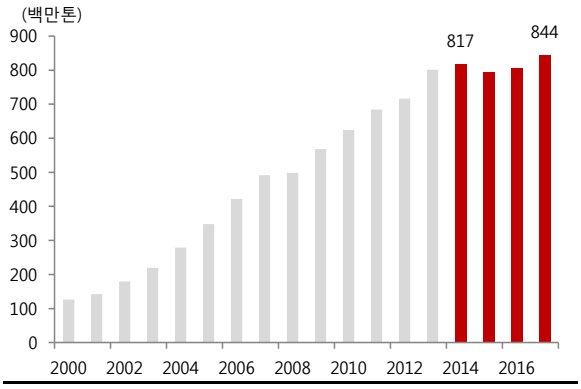
여기서 한 가지 짚고 넘어가야 할 부분이 있다. 얼핏 "소형업체 철강생산량 전년대비 최대 -22% 생산급감" 이야기까지만 들으면, 결국 소형업체의 설비폐쇄가 중국의 '공급과잉 해소'로 연결되었을 것이라는 섣부른 결론이 도출될 수도 있다. 그러나 중대형 업체의 경우에는 꾸준하게 생산확대 과정을 이어갔다는 사실을 흥미롭게 바라봐야 한다. 이 때문에 중국 전체 철강 생산량은 2017 년 8.4 억톤으로서 결국 재차 사상 최대치를 기록한다. 소형업체가 아무리 많이 줄여도 중대형 업체가 생산을 확대했으니 당연한 결과물이기도 하다.

중국 소형업체 생산급감 2017 년 현실화, 그러나 중대형 여전히 증대



자료 : 중국철강협회, SK 증권

이 때문에 중국 철강생산량은 2017 년 재차 사상최대 경신했었음



자료 : Bloomberg, SK 증권

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

그렇다면 중국 당국의 구조조정 정책에도 불구하고 중대형 업체들은 왜 꾸준히 생산을 증대시켜 왔을까? 이유는 간단하다. 구조조정, 스크랩, 생산조절 같은 부분들은 어디까지나 그들의 '단기적'인 목표에 불과했다. 결국 '중장기적'으로는 샤오 야칭이 언급했던 '더 크고, 더 강하면서도, 더 효율적인' 세계적인 기업 탄생을 목표로 했음을 잊어서는 안 된다. 즉 주축이 될 메이저 철강업체 같은 경우는 지속적으로 가동률을 유지하고 생산효율화를 시키면서 1 위 업체가 될 준비를 미리부터 하고 있었다는 것이다.

이 부분에서 하나 얻을 수 있는 교훈 한 가지가 있다. 중국판 산업 Red Hulk 가 탄생하는 초기 국면에서는 세계적인 공급과잉이 오히려 더 심화될 수도 있다는 것이다. 그렇기 때문에 MSCI World 철강지수는 중국구조조정안이 발표되고도 2016 년 초반까지 하락을 지속했다. 결국 철강생산량이 떨어지지 않는 양상이 나타났기 때문이라고 해석할 수 있다.

2015 년 구조조정 진행 불구 철강생산량 증대하며 지수 하락

자료 : Bloomberg, SK 증권

중국판 철강 Red Hulk 탄생에서의 교훈 ② 높아진 중국메이저의 경쟁력

결국 중국 정부가 발표한 철강산업 중장기 목표의 핵심은 단기적인 구조조정 및 공급과잉 해소가 아니었던 것이다. 그것보다는 중장기적인 메이저 업체의 탄생에 더욱 중요성을 부여했다고 봐야 할 텐데, 이러한 해석에 현실성을 더해주는 것은 2016 년 바오스틸과 우한강철의 매머드급 합병이다.

2016 년 9 월 중국 국무원은 2014 년 기준 세계 철강생산량 4 위 업체인 바오스틸(4,335 만톤)과 우한강철(3,305 만톤)의 합병을 공식적으로 승인한다. 이로 인해서 탄생하게 된 새로운 철강업체는 바오우스틸. 이로 인해서 그들의 2016 년 합계 생산량은 6,380 만톤에 달해 9,550 만톤으로 절대적인 1 위를 유지하고 있는 아르셀로미탈에 이어 2 위에 오르게 된다. 신일본제철(일본)과 포스코(한국)도 모두 제친 결과물이었다.

바오스틸 + 우한강철 = 세계 2 위 철강사 바오우스틸 탄생

기업명	생산량	기업명	생산량
	2014년		2016년
아르셀로미탈	98.09	아르셀로미탈	95.5
신일본제철	49.3	바오우스틸	63.8
허베이스틸	47.09	허베이스틸	46.2
바오스틸	43.35	신일본제철	46.2
포스코	41.43	포스코	41.6
사강그룹	35.33	사강그룹	33.3
안산강철	34.35	안산강철	33.2
우한강철	33.05	JFE스틸	30.3
JFE스틸	31.41	서우강	26.8
서우강	30.78	타타스틸	24.5

자료: WSA, SK 증권

중국, 바오스틸 • 우한강철 합병 승인...세계 2 위 철강사 '바오우강철' 탄생

중국 국무원이 22 일(현지시간) 상하이의 바오스틸그룹과 후베이의 우한강철그룹의 합병안을 승인했다고 일본 니혼게이자이신문이 보도했다. 새 회사의 명칭은 '바오우강철그룹'으로 정해졌으며 단숨에 조강 생산용량에서 유럽 룩셈부르크에 본사를 둔 아르셀로미탈에 이어 세계 2 위 철강업체로 도약하게 됐다. (중략)
바오스틸이 바오우강철그룹으로 사명을 변경하고 나서 우한강철이 산하에 들어가게 된다. 통합의 구체적 시기는 언급되지 않았다. 국구원 산하 국유자산감독관리위원회(국자위)가 현재 두 회사 전체 지분을 보유하고 있다. 세계철강협회에 따르면 지난해 조강생산량 기준 바오스틸은 약 3490 만 t 으로 세계 5 위, 우한강철은 2580 만 t 으로 11 위를 각각 차지했다. 통합 후 합산으로는 현재 2 위인 허베이강철과 3 위 신일본제철주금을 웃돌게 된다. (후략)

– 이투데이, 2016 /09 /23

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

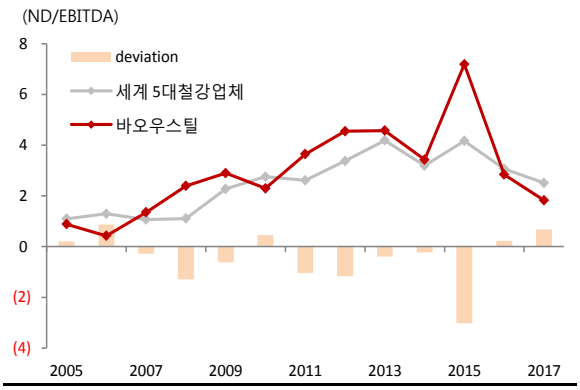
물론 합병 자체 만을 두고서는 어떤 긍정이나 부정의 결과를 내리기는 쉽지 않다. 단순히 외형확대 현상에 대해 긍정적으로 평가하고자 한다면, 하이난 등 문제의 5 개 그룹 또한 나쁘게 볼 여지가 없을 것이다. 결국 합병을 통해 얻게 되는 질적, 그리고 중장기적인 성장여력에 더욱 주목을 해야 한다. 그런데 이런 측면에서 바라볼 때 바오우스틸의 재무구조 개선은 꽤나 부각된다.

아르셀로미탈, 신일본제철, JFE, POSCO, 타타스틸을 중국을 제외한 글로벌 5 대 철강업체라고 명명했을 때, 과거 바오우스틸(바오스틸 + 우한강철)은 이들에 비해 늘 재무적인 열위에 놓여 있었다. 여러 가지 데이터를 제시할 수 있지만 앞선 분석툴과 일관성을 유지하기 위해 ND/EBITDA 를 본다면, 리먼사태 이후로는 거의 5 대 업체의 합산치보다 높았을 뿐만 아니라 합병을 앞둔 2015 년에는 격차가 2 배 가까이 벌어지기도 했었다. 그렇지만 합병 이후 2017 년 바오우스틸의 수치는 1.83 을 기록해 5 대 업체의 합산치 2.51 대비 크게 앞서가는 모습이다.

개별기업 측면에서 본다고 하더라도 2017 년을 기준으로 볼 때 아르셀로미탈(1.26), POSCO(1.32) 만이 그들보다 우월한 위치에 있을 뿐, 타타스틸(4.40), 신일본제철(4.62), JFE(4.66)은 모두 바오우스틸 대비 크게 뒤떨어진다.

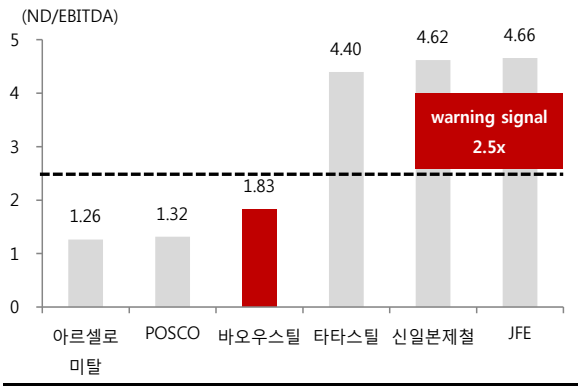
과거 중국 철강업체들은 과도한 capex 와 그에 따른 수익감소로 인해 재무위기에 크게 시달렸다. 우리의 일반적인 인식도 크게 다르지 않을 것이다. 하지만 합병 이후 바오우스틸의 재무구조가 이 정도로 개선되었다는 것은 함의하는 바가 크다. 중국으로서는 거대기업 탄생의 첫 시도가 성공적으로 진행된 만큼, 앞으로도 이런 정책을 이어갈 개연성이 높기 때문이다.

합병 이후 바오우스틸의 ND/EBITDA 는 5 대 업체보다 우월함



자료 : Bloomberg, SK 증권

개별기업으로 보더라도 아르셀로미탈, POSCO 와 유사 수준임



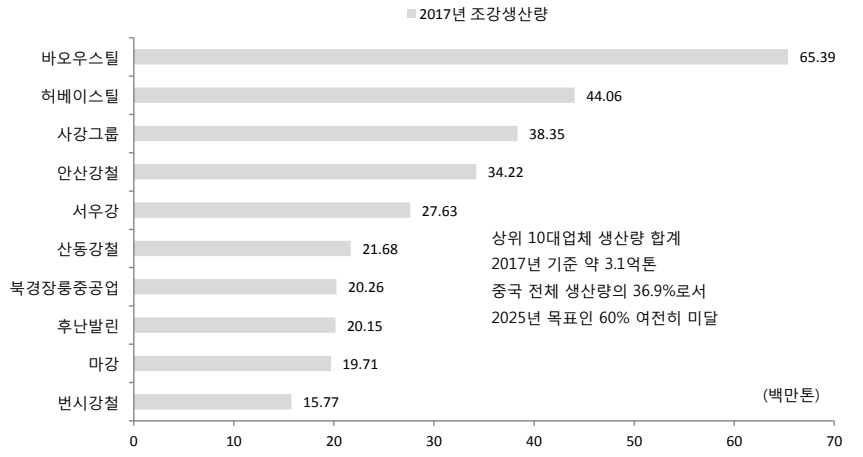
자료 : Bloomberg, SK 증권

철강산업에서의 중국판 Red Hulk 의 탄생은 여기서 끝이 아닐 가능성이 높다. 바오우스틸의 탄생 이후에도 여전히 중국의 10 대 철강업체 생산량은 중국 내 비중이 36.9%에 불과하다. 더 많은 업체와의 합병을 진행해야지만 궁극적인 그들의 2025 년 목표인 60%에 도달할 수 있다.

그리고 이미 중국은 꽤 오래 전부터 자국 내 철강산업을 북부, 중부, 남부 중심으로 재편해야 한다는 의견을 제시해 왔었다. 어떻게 보자면 그러한 계획의 일환으로서 남부지역의 두 대표업체인 바오스틸과 우한강철이 합병하여 바오우스틸이 탄생하였다고 보면 된다. 북부지역에서는 안산강철과 본시강철, 중부지역에서 서우강그룹과 허베이스틸이 대표적이다.

결국 남부에서 바오우스틸이 성공적으로 진행된 만큼 중장기적으로는 이들 또한 진행될 개연성이 높은데, 현재로서는 중부지역의 허베이스틸과 서우강그룹의 합병 가능성이 꽤 높게 타진되는 것으로 알려지고 있다. 각각 중국 내 생산량 2 위와 5 위에 해당하는 업체로서, 만약 이 둘을 합치게 된다면 단연 바오우스틸을 뛰어넘는 중국 내 최대의 철강업체가 탄생하게 된다.

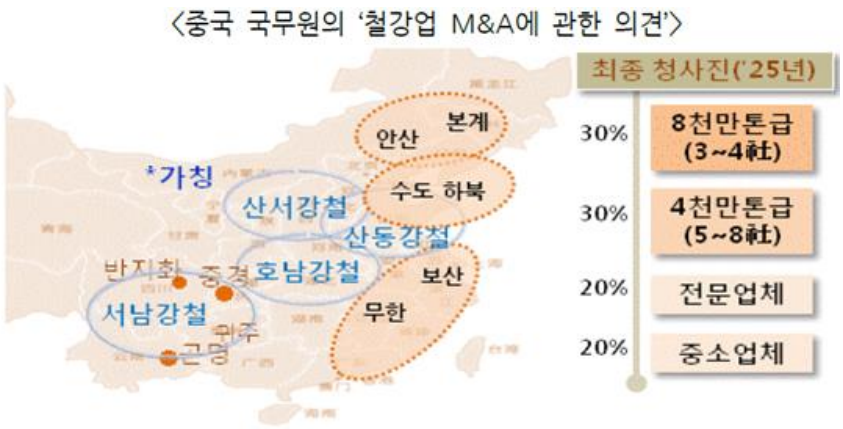
중국 10 대 철강업체의 생산비중은 2017 년 기준 36.9%로서 여전히 2025 년 목표인 60% 대비 부족함



자료 : WSA, 중국야금과공집단, SK 증권

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

중국의 궁극적인 북부-중부-남부의 거대합병계획



자료 : POSRI SK 증권

3 위 허베이철강·9 위 서우강그룹 합병설 '솔솔'... 잇단 '철강공룡' 탄생, 한국 업계에 위협

'양적확대 전략'으로 조강(쇳물) 생산량 세계 3 위 자리에 오른 중국 허베이철강(河钢集团)과 세계 9 위 서우강그룹(首钢集团)의 기업인수합병(M&A) 가능성이 최근 다시 제기되면서 국내 철강사들을 긴장케하고 있다. 두 기업의 합병설은 과거에도 여러차례 언급된 바 있어 성사될 가능성이 높다는 평가가 나온다. (중략)

허베이철강과 서우강그룹이 합병하면 중국 내 최대 철강사이자 세계 2 위인 바오우(寶武)철강을 넘어설 것이라는 가능성도 점쳐진다. 두 기업의 조강능력을 합치면 950 만 t 으로 바오우철강의 850 만 t 보다 크다. 생산 역시 지난해 기준으로 두 기업이 710 만 t 을 기록하며 바오우철강(630 만 t)을 뛰어넘었다. 2008 년 설립한 허베이철강은 조강생산능력을 공격적으로 확대하며 양적 성장에 집중했지만 수익성 악화와 재무구조 안정성 저하 등으로 고전하며 양적확대 전략의 한계를 체감했다. 이후 2013 년부터 지금까지 설비합리화, 제품 및 서비스 고도화, 글로벌화, 고부가가치 제품 집중을 통한 질적 고도화 전략에 박차를 가하고 있다. (후략)

– 아주경제, 2017 / 09/ 24 –

③ 철강을 뒤따르는 중국의 조선, 화학, 운송산업

중국의 철강은 이미 재편작업이 구체화 되었고, 그 와중에 글로벌 산업의 부침까지 모두 경험을 한 상황이다. 따라서 추가적인 거대기업이 탄생하게 되는 것이 과거 바오우스틸의 탄생만큼 산업에 큰 파급효과를 미치게 될 지는 미지수다. (물론 한 산업에서 거대기업이 탄생한다는 것 자체 만으로도 큰 의미는 있다)

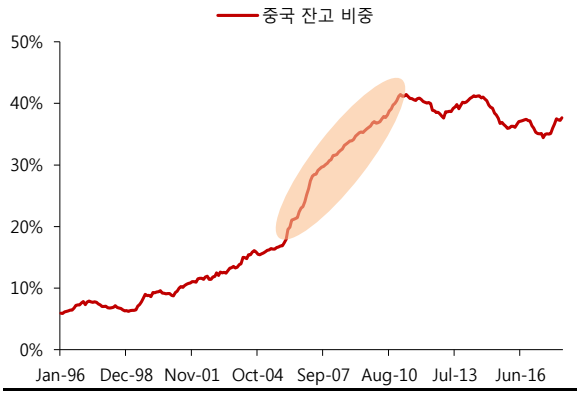
그래서 더욱 주목해야 하는 것이 이와 같은 거대 메이저의 탄생이 비단 철강에만 국한되어 있지 않다는 현재의 상황이다. 즉 중국은 철강산업에서 그랬던 것처럼 또 다른 거대기업을 기타 산업군에서 탄생시킬 준비가 되어 있다는 것이다. 이미 샤오 야칭이 그 섹터가 철강/비철에 이어 석탄발전, 조선, 건설/건자재 등이 될 것이라고 구체적으로 언급했을 정도다.

그 중에서도 이미 본격적인 시작 수순을 밟은 것은 조선산업이다.

조선도 철강처럼 '중국발 공급과잉'이 전 세계 산업의 흐름을 안 좋은 방향으로 크게 뒤틀어놓은 사례라고 할 수 있다. 그들은 2000 년대 중반 조선 선종 중 가장 저부가에 해당하는 Bulker 를 중심으로 시장에 진입하기 시작했다. 그리고 철강과 마찬가지로 막대한 생산능력을 바탕으로 잔고를 채워나가기 시작했는데, 결국 2010 년을 전후로 해서는 조선 전체 선종의 잔고 중 비중을 40% 이상까지 확보하게 되었다.

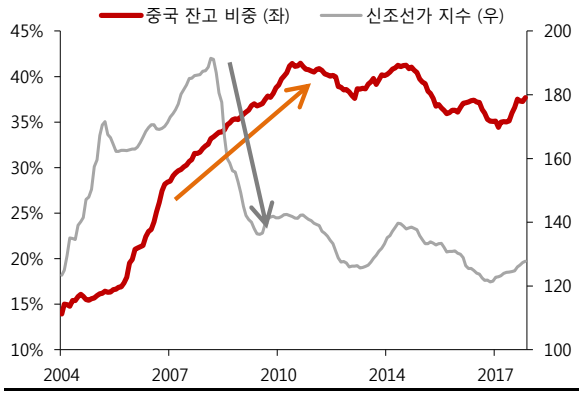
중국 입장에서는 이 부분이 M/S 의 증대라는 매력으로 다가왔을 지 모르겠지만, 덕분에 전 세계 조선업황은 대단한 공급과잉 속에서 down-turn 을 맞이하게 된다. 조선입장에서는 판매가격이라 할 수 있는 신조선가를 보면 이를 확인할 수 있는데, 2008 년을 전후로 중국의 잔고확대속도가 빨라지는 순간에서 신조선가는 급락을 시작한다. 지금까지도 대한민국을 괴롭히고 있는 조선불황이 시작되는 순간이었다.

전 세계 조선 잔고에서 중국의 비중은 2000 년대 중반 이후 급증



자료 : Clarkson Research, SK 증권

결국 신조선가는 2008 년 이후 급락하면서 시황 본격 악화 시작



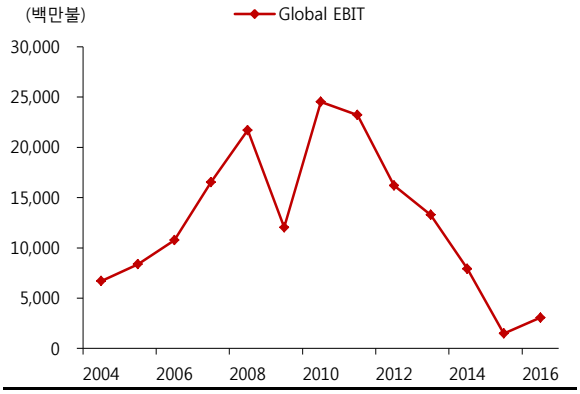
자료 : Clarkson Research, SK 증권

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

이후 글로벌 조선 업황의 흐름은 철강과 크게 다를 바가 없었다. 전 세계 조선업체의 영업이익은 2010~11 년 정점을 형성한 이후 현재까지도 급락 추세를 보이고 있는데, 이미 10 년 전의 이익 수준을 하회하고 있을 정도다. 가동률을 본다면 문제의 심각성은 더욱 커진다. 세계 조선소 가동률은 리먼사태 이전 85% 수준에서 정점을 형성한 뒤 지금까지 계속 하락세를 보이고 있다. 최근에는 50%를 겨우 넘는 수준인데, 2000 년 당시만 하더라도 65% 수준이었으니 20 년 가까이 퇴보한 상황이라고 봐도 무방하다.

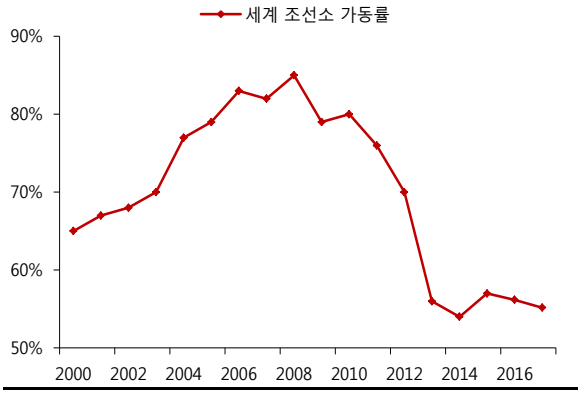
덕분에 세계 주요 조선업체의 ND/EBITDA 는 리먼 사태 이후 지속적인 상승세를 이어가고 있다. 유가급락으로 최악의 구간을 맞이했던 2015 년 대비로는 최근 소폭 하락했지만, 2017 년에도 여전히 3.1x 의 높은 비율로서 재무위기 상황임을 드러내고 있다. 결국 조선업체의 위기는 필연적이었다. 2014 년 이후 중국 내 주요 조선사들이 디폴트 랠리를 이룬 것도 이와 직접적인 연관이 있다. 멀리서 찾아볼 것도 없이 우리 나라 역시 주요 조선사들이 큰 위기에 직면했었고, 혹은 여전히 직면해 있는 상황이다.

전 세계 조선업체의 영업이익은 지속하락하며 10 년 전 수준 하회 중



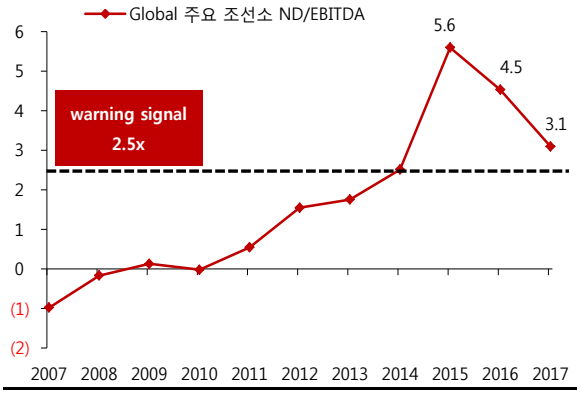
자료 : Bloomberg, SK 증권

세계 조선소 가동률도 당연히 2000 년 이후 최저 수준임



자료 : Clarkson Research, OECD, SK 증권

주요 조선소의 ND/EBITDA 도 높은 수준임



자료 : Bloomberg, SK 증권

주: 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선, CSIC, CSSC, Yangzijiang, Mitsubishi HI, Kawasaki HI, Keppel, Semcorp Marine 기준임

2014 년 이후 빠르게 진행 중인 중국 주요 조선업체의 디폴트 랠리

중국 주요 조선사 파산 디폴트 사례	
2014년 7월	STX다롄조선 파산 구조조정 돌입
2015년 3월	장쑤성 둥팡중공업 법원에 파산 신청
2015년 4월	저장성 야지선박 파산 구조조정 돌입
2015년 6월	저장성 정허조선소 파산 구조조정 돌입
2015년 7월	장쑤성 밍더중공업 파산 청산절차 돌입
2015년 12월	저장성 우저우선박 파산 청산절차 돌입
2016년 2월	장쑤성 순텐선박 파산 구조조정 돌입
2016년 5월	저장성 춘허그룹, 디폴트 위기
2016년 8월	후베이성 우한궈위, 디폴트 위기

자료: 중국언론 종합

자료 : 각종언론, SK 증권

이런 상황에서 중국정부의 선택은 철강산업에 내린 그것과 크게 다르지 않았다. 구조조정안을 발표한 곳도 공업정보화부로서 철강 때와 동일했다. 그들은 2014 년 11 월 선박산업규범조건을 통과한 51 개의 기업명단을 발표했는데, 이를 White List(화이트 리스트)라고 부른다. 여기에 포함된 51 개의 기업은 정부의 집중적인 지원을 받게 되고, 나머지에 대해서는 발 빠른 구조조정 진행을 지시했다.

당연히 메이저기업들도 능동적으로 움직였다. 대표적인 것으로는 중국 최대 조선업체이자 국영기업인 CSIC 가 산하의 조선소에 대한 통폐합을 실시했다는 것이다. 2016 년 그들은 조선소 6 곳을 3 곳으로 통폐합하면서 불필요한 비용지출을 통제했다. 뿐만 아니라 해운업체 COSCO 와 CSG 또한 산하 조선소 11 개를 단일 사업체로 통합하기로 결정했다고 발표를 했다.

중국 최대 조선업체 CSIC 의 자회사 통폐합 시작

中 국유기업 CSIC 산하 조선소 통폐합

중국이 조선업 경기 불황을 극복하기 위해 양대 국유조선사 중 한 곳인 중국선박중공업(CSIC) 산하 조선소 6 곳을 3 곳으로 통폐합하기로 했다고 중국 관영 차이나데일리가 24 일 보도했다. (중략) CSIC 관계자는 "경영구조를 단순화함으로써 대형 유조선이나 벌크선, 철강·시멘트 운반선 등 대형선박 제조 숙련도를 높이기 위한 조치"라며 "이를 통해 선택지를 다변화하고 고객 기반을 넓힐 수 있을 것"이라고 통폐합 배경에 대해 설명했다.

자료 : 서울경제(2016/ 05/ 24), SK 증권

해운사의 조선소 통합도 실시되었음

中양대 해운사, 조선사업 통합… 최악의 침체기서 활로 모색

중국 양대 국영 해운업체인 중국원양운수집단(COSCO)과 중국해운집단(CSG)이 산하 조선사업 통합에 착수했다. 선박수주 사업이 사상 최악의 침체기를 맞은 상황에서 비용절감을 노린 자구책으로 풀이된다. 5 일(현지시간) 월스트리트저널(WSJ)은 관력 소식통을 인용해 양사는 COSCO 산하 조선소 6 곳, CSG 조선소 5 곳 등 총 11 개 조선소를 단일 사업체로 통합할 계획이다.

자료 : 머니투데이(2016/ 10/ 06), SK 증권

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

철강에서 바오스틸과 우한강철의 합병과 같은 대규모 M&A 는 2018 년에 들어서면서 추진 중에 있다. 어떻게 보자면 철강보다도 더욱 큰 딜이라고 할 수 있는데, 중국 내 1 위 조선사인 중국선박중공(CSIC)와 중국선박공업(CSSC) 간의 합병이기 때문이다. 중국 국무원은 이미 2018 년 3 월 30 일 합병에 대한 예비 승인을 한 상태다.

이 두 기업이 합치게 된다면 2018 년 2 월 기준으로 봤을 때 전 세계 수주잔고의 13%를 보유하게 된다. 연간 매출규모 만으로도 85 조원이 넘는 상황. 시가총액 면에서 세계 1~3 위를 달리고 있는 국내 조선사 현대중공업, 대우조선해양, 삼성중공업의 매출액을 모두 합쳐도 2 배 이상이 될 정도로 대단한 규모다.

"中 1~2 위 조선사 합병 추진"...한국 빅 3 매출 합계의 2 배 규모

중국이 한국 조선사들과 경쟁에서 우위를 점하기 위해 1, 2 위 조선사의 합병을 추진하고 있다고 블룸버그통신이 30 일 소식통을 인용해 보도했다. 보도에 따르면 중국 국무원은 중국선박중공(中國船舶重工·CSIC)과 중국선박공업(中國船舶工業·CSSC) 간 합병을 예비 승인했다.

두 조선사가 합병할 경우 연간 매출 규모가 총 5 천 80 억 위안(86 조 2 천 940 억 원)이 된다. 이런 매출액은 시가총액 면에서 세계 1~3 위 조선사인 현대중공업, 대우조선해양, 삼성중공업 등 한국업체 3 곳의 매출합계의 2 배를 넘는 규모다. 영국 조선·해운 분석기관 클라크슨 리서치에 따르면 CSIC 와 CSSC 의 수주잔량은 2 월 현재 1 천 40 만 CGT(표준화물선 환산톤수)로, 현대중공업의 772 만 t 을 크게 웃돈다. 이는 전체 시장의 13%에 달하는 수준이다. (중략)

블룸버그는 CSIC 와 CSSC 간 합병에는 세부사항에 대한 여러 부처와 당국의 승인이 필요하기 때문에 합병 계획이 변경될 수도 있다고 전했다.

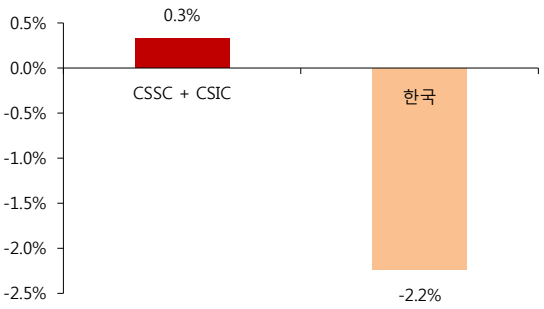
– 연합뉴스, 2018 / 03/ 30 –

이들 역시 합병으로 인해 발생하는 재무적인 부수효과 또한 바오스틸과 우한강철의 합병만큼이나 클 것으로 예상된다. 아직 합병하지 않은 CSIC 와 CSSC 의 2016 년도 합산 영업이익률을 보면 당시의 한국 조선소 합산 영업이익률보다 우수하다. 우리가 은연중에 저가수주의 아이콘으로 인지하고 있던 중국 조선소들은 의외로 돈을 벌었던 것이다. 심지어 고부가선종에 주력한다는 한국 조선소보다도 좋은 것이다.

유동성 측면에서도 CSIC 나 CSSC 가 한국 조선소들 대비해서 나쁠 것이 없다. 중국조선소의 2017 년기준 부채비율, 현금비율, 당좌비율 등 주요 유동성 지표가 통상 '적정' 수준이라고 일컬어지는 정도 대비해서 한국의 그것보다 우위에 있다. 저가수주로 수익성과 유동성이 좋지 않을 것이라는 일반적 추측과는 상당히 다른 양상이다.

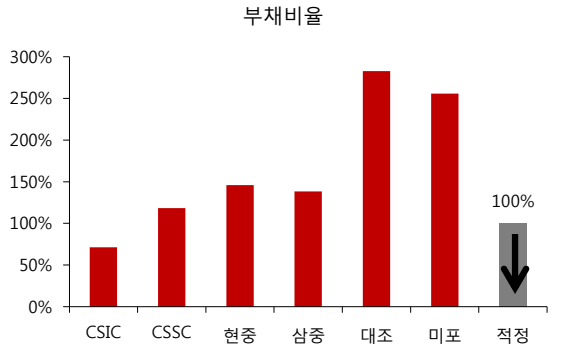
따라서 지금은 각자 흩어져있는 CSIC 와 CSSC 는 실제 합병이 진행되며 바오우철강과 같은 초우량 기업으로 거듭나는 일은 시간문제라는 판단이다.

수주가 고갈되었던 2016 년도의 OPM 은 오히려 중국이 우수함



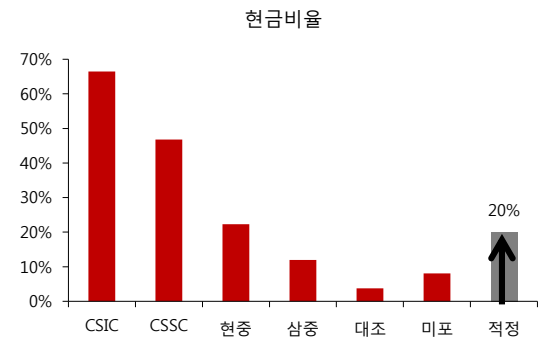
자료 : Bloomberg, DataGuide, SK 증권

부채비율도 중국 조선사들이 한국보다 우수하게 나타남



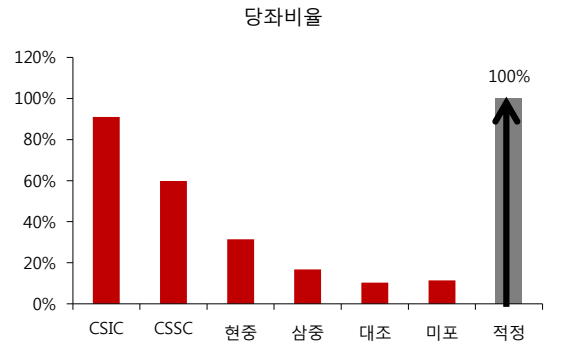
자료 : Bloomberg, DataGuide, SK 증권

현금비율이나



자료 : Bloomberg, DataGuide, SK 증권

당좌비율을 비롯한 대부분의 유동성 지표는 중국이 한국보다 우위임



자료 : Bloomberg, DataGuide, SK 증권

Analyst **김효진, 손지우** (3773-9956, 3773-8827)

철강과 조선에서만 벌어지는 일은 아니다. 화학에서도 꽤나 충격적인 뉴스가 2017 년에 발표되었다. 중국의 대형 화학업체인 켐차이나와 시노켐이 2018 년 합병을 계획하고 있다는 소식이 전해졌다. 보도는 내부가 아니라 외부, Financial Times 에서 나왔다. 그들은 아시아 은행 관계자들의 발언을 인용해 둘의 합병이 임박했다는 소식을 전했다. 한편 그 외에 유틸리티에서도 원자력업체 CNNC(중국핵공업그룹)과 CNEC(중핵건설그룹), 중국경공그룹과 바오리그룹이 합병된다는 소식 또한 전해지고 있다.

CHEMCHINA
中国化工集团公司
China National Chemical Corporation
中国中化集团公司
SINOCHEM GROUP

세계 1 위 화학공룡 중국서 나오나... 켐차이나·시노켐 내년 합병설

오는 2018 년 중국에서 세계 1 위의 거대 화학 기업이 탄생할 전망이다. 영국 파이낸셜타임스(FT)는 아시아 은행 관계자들의 발언을 인용, 최근 스위스 종자기업인 신젠타 인수로 글로벌 시장의 주목을 받은 중국 대형 화학업체 켐차이나(중국화공)와 시노켐(중국중화)이 2018 년 합병을 계획하고 있다는 설이 다시 제기됐다고 8 일(현지시간) 보도했다.

두 회사가 합병하면 연 매출이 1000 억 달러를 넘어 독일 바스프(BASF)를 뛰어넘는 세계 1 위의 화학공룡이 태어나게 된다.

이번 합병 협상은 닝가오닝(寧高寧) 시노켐 회장 주도로 추진되는 것으로 알려졌다. 중량그룹 회장이었던 닝가오닝은 지난해 초 시노켐 회장직을 맡았다. 시기적으로는 켐차이나의 신젠타 인수 절차가 모두 마무리되면 두 기업의 합병이 본격적으로 추진될 가능성이 커 내년으로 예상된다고 신문은 전했다. 켐차이나는 중국 해외기업 인수·합병(M&A) 역대 최대 규모인 430 억 달러에 신젠타 인수를 추진 중이다. 최근 중국, 유럽, 미국 등 관리·감독 당국의 승인을 받았고 연내 거래가 마무리될 예정이다.

두 회사의 합병 배경에는 국유기업 경영 효율을 제고하고 경쟁력을 높이려는 당국의 '국유기업 개혁'이 있다는 분석이 나오고 있다. 최근 중국은 중앙 소속 동종업계 국유기업 합병에 속도를 올리고 있다.지난해 국영 대형 해운사인 중국원양해운(COSCO)과 중국해운(CSCL)이 합병됐고, 중국 국영 철강업체 바오산철강(寶鋼)과 우한철강(武鋼)이 합병을 선언했다. 올 들어서는 원자력업체인 중국핵공업그룹(CNNC)과 중핵건설그룹(CNEC), 중국경공그룹과 바오리(保利)그룹이 합병된다는 소식이 나왔다.

– 아주경제, 2018 / 05 / 09

결국 이렇게 본다면 샤오야칭 중국 CACAC 의장이 언급한 철강, 조선, 유틸리티, 뿐만 아니라 화학까지도 실제 거대기업 합병이 이루어졌거나 혹은 곧 이루어지는 것으로 확인이 된다고 할 수 있다. 과도한 공기업 부채에 대한 해결책치고는 꽤나 구체적일 뿐만 아니라 긍정적인 것으로 판단된다.

중국판 산업계 Red Hulk 의 탄생이 가져올 파급효과는 상당히 많을 것으로 판단된다. 일단 중국 내부적으로 본다면 그 동안 위기 일변도로만 파악되었던 공기업에 대해서 시각을 달리할 수 있는 방향성이 생긴 것으로 평가할 수 있다. 특히 제조업체에서 생산능력과 재무효율성 측면에서 최대기업이 된다는 것은, 차후 cycle 에서의 이익생성능력 혹은 중장기적인 R&D 의 가능성으로 본다고 하더라도 꽤나 긍정적이다. 중국으로서는 위기를 기회로 변화시키는 시의적절한 선택을 한 셈이다.

반면 대외적으로는 고민할 부분이 많이 생긴다. 철강의 사례에서 알 수 있듯이, 중국의 거대기업들이 합병을 통해 규모의 경제를 이루고 재무를 효율화하면서 더욱 가격경쟁력이 높은 대규모의 물량을 내놓을 수 있는 만큼 상대적인 피해는 크게 느낄 수가 있다. 특히 중국이 최근 기술력까지 적잖이 따라 올라온 것을 감안한다면, 여전히 specialty 산업으로 진출하지 못한 국내 소재/산업재(2 차산업)은 이와 같은 중국의 변화에 직격탄을 맞게 될 수도 있다.

중국이 규모의 경제를 바탕으로 기존 메이저 기업 및 국가들을 압박하는 모습은, 마치 1970 년대 한국과 대만이 일본을 상대로 산업발전을 일궈내던 모습과 꽤나 유사해 보인다고도 할 수 있다. 우리도 이를 통해 일본을 위기로 몰아넣고 반대급부의 경제성장을 얻어냈다. 역사의 반복이랄까. 이제는 우리 차례다. 중국판 Red Hulk 의 탄생이 그렇기 때문에 더욱 의미심장하게 다가올 수밖에 없는 이유다.