

중국 국유기업 첫 디폴트의 의미와 영향

중국 국유기업 텐웨이그룹이 채권 이자를 지급하지 못하여 첫 국유기업 디폴트 발생

- 4월 21일 하북성 바오딩(保定)에 위치한 지방국유기업 텐웨이(天威)그룹이 88.5백만 위안의 채권이자를 지급하지 못하여 국유기업 첫 디폴트 발생
- 과잉생산으로 업황침체가 지속되고 있는 태양광 및 풍력발전 사업의 부진이 주요 원인
- 모회사(중앙국유기업)는 지원 역량이 있음에도 불구하고 ‘꼬리 자르기’에 나섬으로써 오랜 기간 동안 뿌리깊게 남아있던 정부의 암묵적 지급보증이 국유기업에서 처음으로 작동되지 않은 사례

시장은 이를 단순히 개별사례로 받아들이고 있으며 충분한 예측으로 영향이 제한적

- 채권시장 규모와 깊이가 일정 수준에 도달하여 시장은 이를 개별적인 부도 사례로 인식하고 있으며 국유기업 전반에 대한 신뢰도 하락이나 위험회피성향 강화 등으로 이어지지 않고 있음
- 경기둔화, 산업구조조정 등으로 향후 개별적 부도사례가 빈번히 나타나는 것이 뉴노멀로 인식될 것이며 중국정부도 시장불안을 방지하기 위해 속도조절을 할 것으로 판단

정부의 암묵적 지급보증은 점차 축소될 전망이며, 이 과정에서 부실 국유기업의 구조조정은 늘어날 가능성

- 암묵적 지급보증을 없애 과잉생산업종 등 ‘자금의 3대 블랙홀’에 고여 있는 자금을 혁신중소기업으로 유도하는 것이 현정부의 의도
- 다만 시장 충격을 최소화하기 위한 속도조절에 나설 것으로 보여 국유기업의 연쇄 구조조정으로는 이어지지 않을 것이며, 역량있는 민간중소기업은 오히려 자금조달 확대의 기회로 작용할 전망

기업신용평가에 대한 새로운 인식이 필요

- 국유기업에 대한 맹목적 신뢰, 민간기업에 대한 불신 등 과거의 기업신용평가 방식에서 벗어나 편더멘탈에 기초한 신용분석이 필요
- 중국 정부의 산업구조조정 정책을 고려하여 장기적인 자산포트폴리오 조정도 검토

1. 중국 국유기업 첫 디폴트 발생

- 중국 국유기업 텐웨이(天威)그룹이 증기어음 이자를 지급하지 못하여 국유기업 첫 디폴트 발생
 - 4월 21일 중국 하북성 바오딩(保定)에 위치한 지방국유기업인 텐웨이그룹이 증기어음 “11天威MTN2”의 88.5백만 위안 이자 채무불이행 사태 발생
 - “11天威MTN2”는 텐웨이그룹이 2011년에 발행한 만기 5년 증기어음으로 최초 신용평가 등급은 AA+였으나 2012년부터 6차례 신용등급이 강등되면서 현재 B등급 유지 중
 - 이는 종전의 두 차례 민영기업 채권 부도에 이어 국유기업에서는 처음으로 발생한 부도 사례로 시장의 우려가 확대
 - 2014년 3월, 태양광관련 민영기업인 차오르(超日)가 공모채 이자를 지급하지 못하여 중국 첫 회사채 디폴트가 발생
 - 2015년 4월, 고급 음식점을 영위하는 민영기업 상어칭(湘鄂情)이 채무불이행을 공시하였으며 이는 중국 두 번째 회사채 부도, 최초 공모채 원금 부도 사태

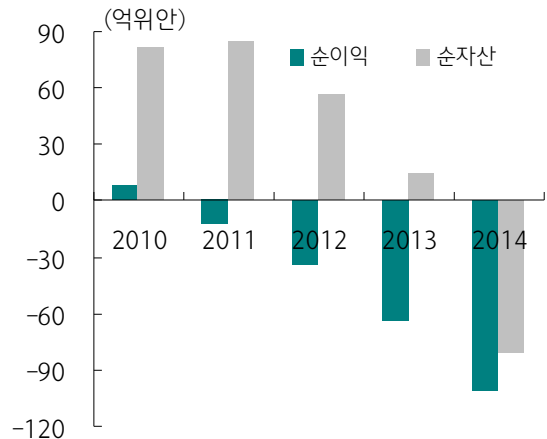
- 과잉생산으로 업황침체가 지속되고 있는 태양광 및 풍력발전 사업의 부진이 주요 원인
 - 텐웨이그룹은 국무원 국유자산감독관리위원회(국자위, 國資委) 산하 중앙국유기업인 중국병기장비그룹(병장그룹, 兵裝集團)이 100% 소유한 지방국유기업
 - 과잉생산으로 업황침체가 지속되고 있는 태양광 및 풍력발전 사업의 부진으로 2011년부터 연속 4년 손실이 발생하였으며, 2014년 손실규모는 101억위안, 순자산은 -80억 위안(총자산 129억 위안)으로 자본잠식이 심각하여 자체적인 채무상환은 불가능한 수준
 - 모회사 병장그룹은 중국 방위산업의 선두권업체로 텐웨이에 대한 지원역량을 갖고

그림1 | 텐웨이그룹의 지배구조



자료 : Wind

그림2 | 텐웨이그룹의 순이익 및 순자산 추이



자료 : Wind

있음에도 불구하고 텐웨이의 핵심 상장 자회사인 바오벤전기(保變電氣)에 대한 지배권을 가져가는 등 ‘꼬리 자르기’에 나섬

■ 시장은 이를 단순히 개별사례로 받아들이고 있으며 충분한 사전 예측으로 영향이 제한적

- 부도 사례가 사모채에서 공모채로, 민영기업에서 국유기업으로 확대되는 추세가 이어질 것이며, 텐웨이의 부도는 국유기업에 대한 정부의 암묵적 지급보증이 처음으로 작동되지 않은 것이므로 민영기업 부도보다 더 큰 의미를 가짐
- 그러나, 국유기업 첫 디폴트라는 상징적 의미로 언론에서는 큰 화제가 되었으나 채권 시장은 이에 대해 이미 충분히 예측했으므로 충격이 제한적
 - 실제로 저신용등급 채권수익률 상승으로 인한 신용스프레드 확대가 나타나지 않음
- 금리자유화 가속, 주식시장 호황 등에 따른 전반적인 기대수익률 상승으로 채권투자자들의 높은 조달비용 커버를 위한 고수익채권 수요가 지속될 것이며 개별적 디폴트 사건으로 전체 위험회피성향이 강화되지는 않은 것으로 나타남
 - 개별 디폴트 사례 증가 속에서도 비교적 높은 위험자산 선호도가 유지된다는 것은 중국 채권시장 규모 및 깊이가 일정 수준에 도달했음을 방증
- 경제성장 둔화, 산업 구조조정 등으로 인한 개별적 부도 사례의 증가가 점차 뉴노멀로 인식되고 있으며 중국정부도 시스템리스크를 방지하기 위해 속도조절을 할 것이므로 국유기업 연쇄부도 및 금융기관의 대규모 부실이 나타날 가능성은 적음

2. 국유기업 첫 디폴트의 의미

■ 정부의 암묵적 지급보증을 없애 비효율적 부문에 고인 자금을 효율적 부문으로 유도

- 투자 견인식 구성장모델은 자금이 비효율적 부문에 고여 효율적 부문의 자금난을 심화시키는 후유증을 야기
 - ‘자금의 3대 블랙홀’로 불리는 비효율적 부문으로는 투기적 부동산 거래, 지방정부가 융자플랫폼을 통해 벌여놓은 수익성 낮은 투자 프로젝트, 과잉생산업종 등이 이에 해당
 - 이로 인해 혁신 중소기업, 신항산업 등 효율적 부문의 자금난이 심각해져 경제개혁 및 성장모델 전환의 큰 걸림돌이 되고 있음
- 자금이 비효율적 부문에 고여있는 것은 지방정부의 암묵적 지급보증(刚性兑付)으로 인해 비효율부문이 시장원리에 어긋난 고수익·저위험의 매우 매력적인 투자대상이 되었기 때문
 - 지방정부가 한계기업을 퇴출시키지 않는 데는 지방정부 세수, 경제성장률 목표, 정경유착,

부패 등 복잡한 이해관계가 존재

- GDP대비 통화량(M2) 비율은 무려 190%로 양적완화를 했던 미국(70%)보다 높은 수준이므로 시중에 풀려 있는 유동성이 결코 부족한 것은 아님
 - 따라서 유동성을 추가로 공급하는 증량(增量)보다는 이미 풀려있는 존량(存量)을 활성화시키는 것이 관건이며, 이를 위해 암묵적 지급보증을 철폐하여 자금 배분 및 유통의 비효율성 문제를 반드시 해결해야 함
 - 이에 대해 리커창총리는 올해 양회 기자회견에서 “개별적 금융리스크의 발생을 허용하고 시장화 원칙에 따라 정리함으로써 투자자들의 위험의식을 제고시키겠다” 고 밝혔으며 이는 암묵적 지급보증에 대한 중국정부의 철폐 의지로 해석
 - 정부의 암묵적 지급보증 철폐를 위해 중국정부는 회사채 투자자 분류제도, 예금보험제도 등 제도적 안전장치를 마련해 가고 있는 중
 - 2015년 1월 15일 발효된 “회사채 발행 및 거래 관리방법(公司债券发行与交易管理办法)”에 의해 회사채 투자자 분류제도가 시행되었으며, 등급이 AAA이하인 회사채의 경우 적격 투자자(금융자산 300만위안 이상인자)만 투자할 수 있도록 투자자를 분류
 - 또한 2015년 5월부터 시행된 예금보험제도의 경우 최고 50만 위안까지 정부가 보호하므로 한계기업 퇴출에 따른 은행 부실 증가로 인한 대규모 예금인출사태를 예방할 수 있음
- 무위험수익률을 낮추고 자본시장을 활성화시켜 기업의 높은 자금조달비용 문제를 직접조달을 통해 해결하려는 중국정부의 의도
- 암묵적 지급보증의 존재로 이와 관련된 이재상품을 비롯한 투자자산은 사실상 무위험자산이 되었으며 부동산경기 과열 등으로 인해 높은 무위험수익률이 형성
 - 높은 무위험수익률은 중소기업의 자금조달비용을 상승시켰고 실물경기 부진으로 부실에 대한 우려가 커진 은행들은 중소기업 대출에 적극적이지 않으며 게다가 엄격한 IPO심사제 등으로 중소기업의 직접조달도 어려운 상황
 - 투자, 수출을 통해 고속성장을 이룬 구성장모델하에서 주로 은행이 자금공급 역할을 해왔으며 이로 인해 간접조달 위주의 자금조달구조가 형성(전체 자금조달액 중 은행대출이 70% 차지)
 - 기업의 자금조달비용을 낮추기 위해 금리인하 등 통화정책을 고려할 수도 있으나 이보다 더 효과적인 방법은 직접조달 통로를 확대하는 것
 - 현재 중국 주식시장 A주의 평균 PER는 약 36배, 즉 직접조달비용은 2.7%(1/PER) 수준으로 이는 1년 만기 대출 기준금리(5.1%)보다 현저히 낮은 수준
 - 게다가 작년 11월부터 최근까지 이미 3차례 금리인하를 단행하여 금리수준이 역사적 저점에 도달한 점을 감안할 경우 남아있는 금리인하 여지는 제한적

- 기업의 직접조달 지원을 위해 기존의 엄격한 IPO 심사제를 등록제로 전환하는 한편 저렴한 비용으로 많은 자금을 조달하기 위해서는 주식시장의 호황이 필요
 - 현재 중국 증권업감독관리위원회는 IPO 등록제를 준비 중이며 올해 내에 실시할 예정
 - 무위험수익률이 높을 경우 주식시장에 흘러드는 자금이 제한적이므로 주식시장이 활기를 띠기 어려움
- 암묵적 지급보증이 없어질 경우 무위험수익률도 떨어지게 될 것이며 이는 주식시장 호황으로 이어져 현정부가 제창하는 '대중창업, 만중혁신(大衆創業萬衆創新)'도 직접 조달 확대로 활성화될 것으로 판단

3. 은행업에 대한 시사점

- 국유기업에 대한 맹목적인 신뢰를 버리고 펀더멘털 위주의 신용분석 중요성이 대두
 - 암묵적 채무보증이 이번 사건으로 하루 아침에 없어지는 것은 아니지만 그동안 뿌리 깊게 남아 있던 '국유기업은 무조건 안전하다' 는 인식을 버리고 펀더멘털에 따라 국유기업을 재평가할 필요
 - 1980년대 회사채 발행이 시작된 후 장기간 암묵적 지급보증 관행이 유지되어 왔으며, 최근 부도사태가 발생하기 전까지 오랜 기간 동안 중국채권시장은 '영부도'를 기록해 왔음
 - 정부, 대주주 등 외부 지원가능한 자원은 단순히 참고요인으로 고려해야 하며 아무리 든든한 배후가 있더라도 국유기업 자체의 펀더멘털을 중심으로 한 신용분석 및 리스크통제가 이루어져야 함
 - 국유기업 중 민간부문이 대체 가능하고 경쟁력이 낮은 국유기업은 유사시 정부 지원을 받을 가능성이 상대적으로 낮음
- 개별적 부도사태의 빈번한 발생이 뉴노멀로 될 것이며 은행은 옥석을 가리는 안목을 키워야 함
 - 경기둔화 및 개혁으로 향후 개별적 부도사태가 빈번히 나타날 것이지만, 현재 시장 규모와 깊이가 일정한 수준에 도달하여 개별 부도의 충격을 소화할 수 있으므로 심각한 금융불안을 초래하지는 않을 것으로 판단
 - 회사채 부도가 사모채에서 공모채로, 민영기업에서 국유기업으로 확산되는 추세가 지속될 전망
 - 다만, 금리자유화 가속 등으로 금융기관의 NIM이 하락하는 상황에서 무조건 리스크를 회피할 수는 없으므로 감내할 수 있는 위험수준에서 옥석을 가려내는 것이 관건

- 또한 연내 실시 예정인 IPO 등록제 등으로 직접조달이 증가할 것으로 예상됨에 따라 은행 대출에 대한 수요가 감소할 것이므로 은행들은 그동안 외면했던 중소기업, 영세 기업 중에서 옥석을 가리는 안목을 키워야 함
- **중국정부의 개혁 및 산업 구조조정 정책에 맞추어 자산포트폴리오를 조정해 나갈 필요**
- 전통산업의 과잉생산 축소 및 기술력 제고, 전략적 신흥산업 육성, 국유기업 개혁 등을 통해 산업 구조조정을 추진하는 것이 중국정부의 전략
 - 중국정부는 2013년 10월 '공급과잉 해결에 대한 지도의견'을 통해 공급과잉 업종으로 분류된 산업을 적극적인 구조조정 대상에 포함시킴
 - 폴리실리콘, 풍력, 조선, 철강, 시멘트, 평판유리, 전해알루미늄 등 업종이 공급과잉 산업에 해당되며 텐웨이그룹, 차오르회사채 부도 사례도 중국정부의 과잉생산 축소 일환으로 이해할 수 있음
 - 과잉생산 축소 과정에서 성장률 둔화를 감내하는 대신 이를 보완할 전략적 신흥산업을 지원하고 육성하겠다는 전략
 - 중국정부가 제시한 7대 전략적 신흥산업에는 에너지 절약 및 환경보호 산업, 차세대 정보 기술, 바이오, 첨단장비제조, 신에너지산업, 신소재, 신에너지 자동차 등이 포함
 - 국유기업 개혁의 목표는 민간자본 참여를 활성화하고 산업 내 통폐합을 유도함으로써 국유기업의 경쟁력과 효율성을 제고하는 것
- **업무 및 수익구조 다각화로 예대마진에 대한 의존도를 낮추고 비이자수익을 확대할 필요**
- 금리자유화 압박에 따른 은행의 가격경쟁 심화, 주식시장 호황으로 인한 예금 감소 및 기대수익률 상승 등으로 은행의 조달비용이 상승하여 수익성 하락이 불가피
 - 따라서 예대마진에 대한 의존도를 낮추고 비이자수익 확대, 혁신을 통한 새로운 수익원 발굴 등의 대응이 필요
 - 특히 주식, 채권 등 직접조달시장 확대에 대응하여 주식 및 채권 인수, 자산관리 등 영역으로 업무를 확장하여 수수료수익을 늘릴 수 있음
 - 또한 산업구조조정이 본격화됨에 따라 인수합병이 대대적으로 일어날 것이므로 M&A 자문 서비스 등 업무도 취급할 수 있음

하나 금융정보
Hana Finance Info.

150-705 서울특별시 영등포구 여의도동 27-3
TEL 02-2002-2200
FAX 02-2002-2610
<http://www.hanaif.re.kr>