

[경제현안분석 제97호]

중국경제 현안 분석

부채 · 부동산 · 그림자금융을 중심으로

김윤기 · 황종률 · 오현희



중국경제 현안 분석

-부채·부동산·그림자금융을 중심으로

경제현안분석 제97호

중국경제 현안 분석

-부채·부동산·그림자금융을 중심으로

총괄 | 지동하 경제분석국장

기획 · 김윤기 거시경제분석과장

조정 |

작성 | 김윤기 거시경제분석과장

황종률 거시경제분석과 경제분석관

오현희 거시경제분석과 경제분석관

지원 | 이연지 거시경제분석과 행정실무원

서진선 거시경제분석과 자료분석지원요원

「경제현안분석」은 국회가 관심 있게 다룰 재정 현안이나 정책 이슈에 대해 객관성 있는 분석정보를 적시성 있게 제공함으로써, 국회의 예산 및 법안 심사와 의제 설정을 실효성 있게 지원하기 위한 것입니다.

문의 : 경제분석국 거시경제분석과 | 02) 788-3775 | macro@nabo.go.kr

이 책은 국회예산정책처 홈페이지(www.nabo.go.kr)를 통하여 보실 수 있습니다.

중국경제 현안 분석

-부채 · 부동산 · 그림자금융을 중심으로

2018. 12

이 보고서는 「국회법」 제22조의2 및 「국회예산정책처법」 제3조에 따라 국회의원의 의정활동을 지원하기 위하여, 국회예산정책처 「보고서발간심의위원회」의 심의(2018. 12. 13)를 거쳐 발간되었습니다.

발 간 사

중국 경제는 1970년대 후반 개혁개방과 시장경제체제 도입을 통해 괄목할 만한 경제성장을 이룩해 왔습니다. 1980~2010년 기간 중 중국의 연평균 경제성장률은 10%를 상회하는 고속성장을 시현하였습니다. 이러한 성과는 중국 중앙정부의 세밀한 계획 하에 제조업 육성과 부동산 투자 확대, 지방정부의 사회기반시설과 설비투자 확대 등에 의해 뒷받침되었습니다.

그러나 중국경제는 그동안 고도성장 과정에서 내부적으로 누적되어온 부작용이 지속가능한 성장의 위협요인으로 대두된 상황에 직면해 있습니다. 국영기업을 중심으로 한 경쟁적인 과잉투자확대로 인해 기업부채가 급속히 증가하였으며 과거에 비해 낮은 기업 실적 등으로 부실채권 비율은 상승세에 있습니다. 중국의 부동산 거품에 대한 우려도 큼니다. 만일 부동산가격 하락이 진행될 경우 제도권은행과 그림자금융을 통해 차입한 자금을 투입한 투자자들의 피해는 물론 이와 관련된 금융권 부실로 파급되면서 금융시장과 실물경제의 위기를 초래할 수 있습니다. 여기에 중국의 부채 누증과 부동산 버블의 이면에 있는 그림자금융의 잠재된 위험이 일거에 불거질 경우 금융시스템 전반의 위기를 불러올 수도 있습니다.

이와 같은 배경 하에서 본 보고서는 중국경제의 주요 위험요인으로 지목되고 있는 중국 부채, 부동산가격 하락 위험, 그림자금융 리스크에 대해 가능한 상세히 살펴보고자 하였습니다. 분석 결과 중국경제가 당면한 개별 위험요인들은 상호 밀접하게 연계되어 있으며 어느 한 부분의 위험이 부각되거나 현실화될 경우 다른 부문으로 전이될 가능성도 높은 것으로 나타났습니다. 물론 중국 정부도 이에 대한 위험성을 충분히 인지하고 다각적인 정책대응을 펼쳐 나가고 있다는 점에서 중국경제가 시스템 위험에 빠질 가능성은 낮다고 판단됩니다.

하지만 중국 경제가 산업구조조정과 부채축소 과정에서 경제성장률이 예상외로 빠르게 하락할 경우 앞서 언급한 잠재된 위험요인들이 일거에 불거지면서 심각한 혼란을 초래할 가능성을 배제할 수는 없습니다. 따라서 전체 수출에서 대중국 비중이 25%를 나타내는 등 우리경제에서 차지하는 중국경제의 중요도를 고려할 때 중국경제의 위험요인들에 대한 면밀한 모니터링을 지속하면서 사전 대응책 마련에도 만전을 기해야 함은 두 말할 필요가 없다고 하겠습니다.

본 보고서가 중국경제의 위험요인들에 대한 이해의 폭을 넓히고 유용한 참고자료로서 국회의원님들의 의정활동에 도움이 되길 바라며, 앞으로도 주요 현안과 관심 사안에 대한 전문적이고 객관적인 분석을 위해 최선의 노력을 다하겠습니다.

2018년 12월

국회예산정책처장 김 춘 순

차 례

요 약

I. 서론 / 1

II. 중국의 부채 문제 / 7

1. 중국의 부채 현황 및 국제 비교	7
가. 중국의 총부채 현황	7
나. 세계금융위기 이후 중국과 주요국 총부채 변동의 특징 비교	9
2. 민간부채의 증가 요인과 경제적 영향	13
가. 기업부채 증가 배경과 주요 요인	13
나. 가계부채 증가 배경과 요인	20
다. 민간부채 급증에 따른 잠재적 위험 요인 및 경제적 영향	25
3. 정부부채 증가배경 및 잠재적 위험요인	36
4. 소결	39

III. 부동산가격 하락 위험 / 45

1. 중국 부동산시장 현황	45
2. 중국 부동산시장 과열원인	50
3. 중국 부동산시장 둔화의 영향	57
가. 실물경제 영향	57
나. 금융부문 영향	62
4. 부동산가격 하락 가능성	65
가. 가격측면	65
나. 금융측면	68
다. 공급측면	70
라. 인구측면	70

5. 소결	73
-------------	----

IV. 그림자금융 리스크 / 75

1. 그림자금융의 정의와 범위	75
가. 중국 당국의 그림자금융 정의와 분류	76
나. 국제기구의 그림자금융 정의와 분류	85
2. 중국 그림자금융의 확대배경	87
가. 공급측 요인	87
나. 수요측 요인	89
3. 중국 그림자금융 규모	91
가. 협의 그림자금융 규모	91
나. 광의 그림자금융 규모	95
다. 국제기준의 중국 그림자금융 규모	96
4. 중국 그림자금융의 리스크	103
가. 금융기관 리스크	103
나. 가계, 기업, 지방정부 부문 리스크	107
다. 중국정부의 그림자금융 정책대응	113
5. 소결	114

V. 요약 및 시사점 / 116

참고문헌 / 120

표 차례

[표 1] 지방정부 재정수입 추이	60
[표 2] 중국 소액대출회사 현황	83
[표 3] 광의의 그림자금융 통계 작성 범주	86
[표 4] 협의 그림자금융의 경제적 기능별 분류	87
[표 5] 중국 그림자금융의 발전단계	91
[표 6] 사회용자총액 변화 추이(Stock)	92
[표 7] 각 기관별 중국 그림자금융 규모 추정	95
[표 8] 글로벌 협의 그림자금융에서 차지하는 국가별 비중 변화	98
[표 9] 중국과 주요국의 협의 그림자금융 현황	99
[표 10] 글로벌 금융자산 추이	100
[표 11] 중국과 주요국의 광의 그림자금융(OFIs 기준) 현황	103
[표 12] 중국 가계의 자산부채현황	107
[표 13] 기관별 중국 지방정부 부채규모 추산	111
[표 14] 중국 정부의 그림자금융에 대한 주요 정책대응	113

그림 차례

[그림 1] 중국 총부채의 경제주체별 GDP대비 비율	7
[그림 2] 중국의 경제주체별 부채 규모	8
[그림 3] 세계금융위기 이후 중국의 총부채/GDP대비 비율 변화폭	8
[그림 4] 세계금융위기 이후 중국 총부채/GDP비율의 전년대비 변동 추이	9
[그림 5] 중국과 세계 주요국의 총부채/GDP비율(2017년 말 기준)	10
[그림 6] 중국과 주요국의 총부채 및 경제주체별 부채/GDP비율 변동 비교(1)	11
[그림 7] 중국 및 주요국의 총부채 및 경제주체별 부채/GDP비율 변동 비교(2)	12
[그림 8] 2008년과 2017년 중국과 주요국의 기업부채/GDP비율	13
[그림 9] 중국의 고정자본투자증가율 및 부문별 투자비중 추이	14
[그림 10] 지출부문별 GDP성장 기여도	15
[그림 11] 국유기업의 부채 규모 추이	18
[그림 12] 주요국의 주식시가총액/GDP비율	19
[그림 13] 적자기업 비중(제조업 기준)	19
[그림 14] 2008년과 2017년 중국과 주요국의 가계부채/GDP비율	20
[그림 15] 중국과 선진국 가계부채/GDP비율의 전년대비 변동 추이	21
[그림 16] 중국 부동산가격과 가계대출 증가율 추이	22
[그림 17] 중국 대출금리 추이(1년만기)	22
[그림 18] 중국의 가계대출 및 주택담보대출 추이	23
[그림 19] 신규대출 및 신규가계대출 추이	23
[그림 20] 중국 가계의 소득분위별, 연령별 주택담보대출참여율 및 DTI 분포	24
[그림 21] 중국 제조업의 수익성 지표	26
[그림 22] 적자기업의 총손실규모 추이(제조업기준)	27
[그림 23] 은행 부실대출규모 및 부실대출비율(NPL Ratio)	28
[그림 24] 주요 업종별 부실대출비율과 부실대출규모(2016년 기준)	28
[그림 25] 투자사업 주체별 규모와 비중 추이	29

[그림 26] 주요국의 정부부채/GDP 비율(2017년 말 기준)	29
[그림 27] 중국 및 주요국의 민간부채/GDP비율의 신용갭	30
[그림 28] 주요국 민간부채 채무상환비율(DSR, 2017년 말 기준)	31
[그림 29] 주요국 민간부채의 채무상환비율(DSR) 변동폭(2008~2017년 기간) ...	32
[그림 30] 민간부채/GDP비율 증가가 경제성장 및 소비에 미치는 영향	34
[그림 31] 가계부채/GDP비율 수준이 실질GDP성장에 미치는 임계치(threshold) 효과 ...	34
[그림 32] 가계부채/GDP비율이 장기성장에 미치는 영향	35
[그림 33] 2008년과 2017년 중국과 주요국의 정부부채/GDP비율	36
[그림 34] 중국과 선진국의 정부부채/GDP비율의 전년대비 변동 추이	37
[그림 35] 정부재정적자/GDP비율의 목표치 및 실적치	37
[그림 36] 중국 중앙정부와 지방정부의 부채규모 및 GDP대비 비율	38
[그림 37] 중국 국유기업의 부채규모 및 GDP대비 비율	39
[그림 38] 중국의 실질경제성장률과 잠재경제성장률	41
[그림 39] 도시지역 등록 실업률	41
[그림 40] 중국의 주택가격상승률 추이	42
[그림 41] 국유기업과 전체 제조업의 부채비율	44
[그림 42] 기업대출 출자전환 규모 추이	44
[그림 43] 중국 주거용부동산 판매가격 추이	45
[그림 44] 중국 GDP대비 부동산투자 추이	45
[그림 45] 중국 70개 도시 신규판매부동산가격 상승률 추이	46
[그림 46] 중국 부동산 거래량	47
[그림 47] 중국 30개 도시 주택재고 추이	48
[그림 48] 중국 도시규모별 신규주택가격 상승률	49
[그림 49] 1~3선 도시별 주택가격 상승률 상위 도시	50
[그림 50] 2~3선 도시별 주택가격 상승률 하위 도시	50
[그림 51] 중국의 총인구, 도시인구, 도시인구비중 추이	51
[그림 52] GDP성장률과 1인당 처분가능소득증가율 추이	52
[그림 53] 중국 예대출 기준금리 및 지급준비율 추이	53
[그림 54] 중국 인민은행 유동성 공급 추이	53
[그림 55] 중국의 주택가격 및 주가 상승률, M1 증가율 추이	53

[그림 56] 중국 지방정부융자플랫폼 구조	55
[그림 57] 중국의 사회총융자 구성비 추이	56
[그림 58] 중국 부동산업체의 자금조달 원천별 추이	57
[그림 59] 중국의 소매판매증가율과 부동산경기지수 추이	58
[그림 60] 지방정부 조세수입 구성	60
[그림 61] 중국 고정자산투자 부문별 추이	61
[그림 62] 중국 고정자산 투자 산업별 구성비	62
[그림 63] 중국 은행권 대출 중 주택담보대출과 부동산개발 대출 비중	63
[그림 64] 중국 상업은행 주택담보대출 관련 부실채권 및 NPL 비율 추이	64
[그림 65] 국가별 PIR 비교	66
[그림 66] 중국 35개 도시의 PIR	67
[그림 67] 부동산판매금액 대비 주택담보대출 비율 추이	68
[그림 68] 중국의 모기지대출 잔액 및 증가율 추이	69
[그림 69] 국가별 GDP대비 가계부채비중(2017년 기준)	69
[그림 70] 중국의 주거용 공실면적, 신규착공 및 주거용판매 증가율 추이	70
[그림 71] 중국의 도시 및 농촌인구 전망	71
[그림 72] 중국의 생산가능인구 전망	72
[그림 73] 일본의 생산가능인구 및 지가지수 추이	72
[그림 74] 부동산가격 하락시 성장률 시나리오	73
[그림 75] 중국 위탁대출 추이	77
[그림 76] 중국 신탁대출 추이	78
[그림 77] 중국 은행인수어음 대출 추이	79
[그림 78] 은행과 신탁회사 연계형 WMPs	80
[그림 79] 은행 대출자산에 기반한 WMPs	80
[그림 80] 다수의 은행과 신탁회사가 연계한 WMPs	81
[그림 81] 자산관리상품(WMPs) 추이	82
[그림 82] 폐업과 문제가 된 P2P 플랫폼수	84
[그림 83] 중국 P2P 플랫폼 대출 잔액 추이	84
[그림 84] 소비자물가상승률과 1년 예금금리 추이	89
[그림 85] 사회융자총액 구성비(잔액, 2017년)	93

[그림 86] 협의의 그림자금융/GDP 대비 비중 추이	94
[그림 87] 중국 협의의 그림자금융 규모와 증가율 추이	94
[그림 88] 중국 광의 그림자금융의 부문별 규모(2017년 기준)	96
[그림 89] 글로벌 협의 그림자금융 추이	97
[그림 90] 그림자금융 증가율과 GDP 성장률(2011~2016년 기간)	98
[그림 91] 글로벌 광의의 그림자금융 추이	100
[그림 92] 국가별 총 금융자산에서 차지하는 금융기관별 비중 추이	101
[그림 93] 중국 그림자금융 규모 추이	102
[그림 94] 제도권은행의 총자산과 그림자금융 증가율 추이	104
[그림 95] 중국 제도권은행의 부실채권액 및 부실채권 비율	104
[그림 96] 중국 제도권은행의 자기자본비율 추이	105
[그림 97] 중국 신탁회사의 자산 잔액 증가 추이	106
[그림 98] 중국과 선진국 및 개도국의 GDP대비 기업부채 비교	110
[그림 99] 중국 지방정부의 부채규모 추이	111

요 약

1. 서 론

- 중국 경제가 선진경제로 진입하기 위해서는 과거 투자위주의 양적 고도성장을 추구하는 과정에서 노출된 다양한 문제점을 해결할 필요성
 - 중국 경제는 1978년 개혁개방 이후 농업개혁, 국유기업에 대한 경영자율권 확대, 지방정부의 분권화와 인프라구축, 금융 및 외환 부문의 시장경제 도입 등의 경제정책을 통해 지난 40여년 동안 연평균 9.5%의 고도성장을 실현
 - 질적인 성장을 담보하기 위해 지난 2016년부터 과잉설비산업 구조조정, 기업 부채 및 금융부문 레버리지 축소 등을 주요 내용으로 하는 공급측 구조개혁 정책을 추진 중임
 - 향후 중국경제는 성장률이 둔화되는 가운데 대외적으로는 미국의 금리인상 가속화, 트럼프정부와의 환율 및 무역분쟁 등의 영향으로 금융시장의 불확실성이 확대될 전망

- 본 보고서는 최근 들어 부각되고 있는 중국의 부채문제, 부동산시장, 그림자금융을 중심으로 중국 경제가 당면하고 있는 잠재적 위험 요인과 실물경제에 미치는 영향 대해 살펴봄
 - 첫 번째로 주목해야 할 중국의 위험요인은 민간부문을 중심으로 과도하게 증가·확대되고 있는 부채문제
 - 중국이 고도 성장기에 추진한 신용확대를 통한 투자위주의 성장전략은 중복과잉투자와 과도한 부채문제를 초래
 - 중국 경제가 과도한 부채로 인해 장기적 저성장에 빠지거나 미국의 서브프라임 사태처럼 금융위기로 발전할 수 있다는 우려가 지난 2015년부터 제기되기 시작
 - 민간부문의 과도한 채무부담 증가와 자산가격 버블은 시장의 신뢰를 약

화시켜 실물경기에 부정적인 영향을 미칠 수 있으며, 신용비용 상승과 자산가격 급락은 중국과 같은 신흥국으로부터의 자본 유출로 이어져 금융위기로 발전될 가능성도 배제할 수 없음

- 두 번째로 분석주제는 중국의 부동산시장과 관련된 위험요인임
 - 중국의 부동산시장은 가계신용 확대, 지방정부 부채, 은행의 신용창출 형태 등과 상호밀접하게 연관되어 경제 전반에 미치는 영향이 매우 큰 자산시장
 - 부동산시장이 급락할 경우에는 관련 건설투자가 위축되면서 실물경기 둔화로 이어질 가능성
 - 또한 금융부문에서도 부동산시장 둔화는 가계 및 기업대출 부실로 이어져 은행 건전성을 악화시킬 수 있으며 지방정부, 그림자금융, 은행으로 이어지는 결합리스크 발생으로 금융시스템에 위기를 초래할 가능성
- 마지막으로 살펴본 주제는 최근 들어 크게 확대되고 있는 그림자금융(shadow finance)과 관련된 위험요인임
 - 총부채/GDP비율이 최근 들어 다소 둔화되고 있으나, 감독당국의 규제에서 벗어난 비은행금융기관과 중소은행을 중심으로 그림자금융의 규모가 크게 증가
 - 단기로 조달된 자금은 장기적인 SOC개발이나 부동산개발 등에 투입되고 있어 만기 불일치 위험이 크며, 투자자금을 회수하지 못할 경우에는 제도은행권과 신탁회사의 신용위기를 초래할 가능성

2. 중국의 부채문제

- 중국의 총부채(가계+기업+정부)는 2017년 말 기준 GDP대비 255.7%(203.4조 위안) 수준에 달함
 - 경제 주체별 GDP대비 부채비율은 정부부채 47.0%(38.8조위안), 가계부채 48.4%(40.0조위안), 기업부채 160.3%(132.4조위안)을 각각 차지
 - 세계 주요국에서 총부채는 2008년 세계금융위기와 2012년 유럽재정위기 충격으로 인한 경기침체를 극복하는 과정에서 증가

- 금융위기로 인한 신용경색을 완화하고 총수요진작을 통해 경기침체에서 벗어나기 위해 팽창적인 통화정책과 적극적인 재정정책으로 신용확대를 지속하였기 때문임
- 그러나 중국과 주요국의 총부채는 경제여건과 재정여력, 경제정책 방향 등의 차이에 기인하여 증가속도와 경제 주체별 변동 등에서 다른 양상으로 전개
 - 중국의 총부채/GDP비율은 주요국에 비해 매우 가파르게 상승하여 지난 2008~2017년 기간 중 선진국과 신흥국의 총부채/GDP비율이 각각 36.1%p, 86.9%p 상승한 반면 중국은 동기간 114.4%p 상승
 - 주요 선진국의 총부채는 국채발행 등을 통한 적극적인 재정정책의 영향으로 정부부채를 중심으로 증가한 반면 중국의 총부채는 기업부채를 중심으로 민간신용이 크게 확대
 - 지난 2008~2017년 기간 중 중국의 기업부채/GDP비율은 93.6%에서 160.3%로 64.0%p 상승

□ 중국 기업부채 급증은 무엇보다도 정책당국이 추진해온 신용확대를 통한 투자 중심의 성장 전략에 기인

- 중국 정부는 개혁개방 정책 시행 이후 1983년 지방정부 개혁을 통해 지방정부에 토지사용권 매매를 통한 수입의 일부 사용 권리를 부여하고 고정자산투자 및 외국인 투자에 대한 승인권한을 확대
 - 이에 따라 지방정부는 사회기반시설 구축 및 고정자산 형성에 주도적 역할을 수행
- 중국 정부가 세계금융위기와 유럽재정위기 이후 경기둔화에 대응한 경기부양책의 일환으로 투자를 적극적으로 확대하는 과정에서 국영기업을 중심으로 기업부채가 가파르게 증가
 - 세계 금융위기 이후 부채에 의존한 기업투자 중심의 대규모 경기부양의 영향으로 금융위기 기간 전후인 2008~2011년 기간 중 중국의 총고정자본투자는 연평균 20.2% 증가
 - 특히 고정자본투자가 생산설비보다는 사회기반시설과 부동산개발투자에 집중되면서 국유기업의 기업부채가 급증

- 결과적으로 정부의 지원 하에 낮은 금리로 정책자금 조달이 가능했던 국유기업의 채무가 빠르게 증가하였고, 2017년 기준 99.7조 위안으로 전체 기업채무(132.4조)의 75.3%를 차지
- 자본시장의 미성숙으로 은행차입 중심의 외부자금조달 구조를 가지고 있는데다 세계금융위기 이후 기업의 수익성이 저하되면서 외부자금조달 의존도가 높아진 것도 기업부채 증가의 주요한 요인으로 작용

□ 중국의 가계부채/GDP비율은 2017년 말 기준 48.4%로 주요 선진국에 비해 아직 낮은 수준이나 세계금융위기 이후 지속적으로 상승

- 중국의 가계부채/GDP비율은 2008~2017년 기간 중 17.9%에서 48.4%로 30.5%p 상승하여 주요국 중 가장 큰 폭으로 상승
 - 선진국의 경우 GDP대비 가계부채 비율이 2008년 76.0%에 달했으나 부채조정과정을 거치면서 2017년 75.8%로 0.2%p 하락
- 중국 가계부채 증가는 낮은 대출비용과 부동산가격의 지속적인 상승에 따른 주택담보대출에 주로 기인
 - 중국의 부동산가격은 풍부한 유동성과 낮은 금리를 바탕으로 지난 세계 금융위기 이후, 유럽재정위기 이후, 그리고 2018년 들어 9월 현재까지 전년동기대비 9.3%의 높은 증가세를 기록
 - 은행 대출금리(1년만기)는 2008년 7.0% 수준이었으나 금융위기와 2013년 대출금리 자유화 실시 등으로 2017년 4.4% 수준까지 하락
- 가계대출 규모는 2017년 말 기준 31.5조위안으로 전체 가계부채 40.0조위안의 78.9%를 차지하고 있으며, 그 중 주택담보대출은 24.0조위안으로 가계대출의 76.0%, 전체 가계부채의 59.9%를 차지
 - 전체 신규대출에서 가계대출이 차지하는 비중은 2008년 14.3%에 불과하였으나, 2010년 36%대로 급등하였고 2017년에는 전체 신규대출액 13.5조 위안 중 가계대출이 차지하는 비중이 52.7%에 달함

□ 중국 경제가 과도한 부채로 인해 장기적 저성장에 빠지거나 금융위기로 발전할 수 있다는 우려가 지난 2015년부터 제기되기 시작

- 마이클 페티스 북경대 교수는 중국경제가 부채로 인해 2020년경에 경기침체에 빠지고 일본식 장기 저성장의 가능성도 적지 않다고 지적
- 케네스 로고프 하버드대 교수는 뉴욕타임지에 기고한 글에서 중국경제가 과도한 부채 위험으로 경착륙 가능성이 높다고 주장
- 조너던 앤더슨¹⁾은 중국의 부채의존형 경기부양이 한계에 직면하였고 과도한 부채 급증이 은행권 부실화를 초래하여 중국 경제가 ‘민스키 모멘트(Minsky Moment)’²⁾에 직면하고 있다고 경고
- 반면 일부에서는 높은 총저축률이 기업투자로 연결되어 경제성장을 견인하고 기업 이익을 발생시키는 지속가능한 상황이라고 보는 시각도 존재

□ 기업의 수익성이 크게 악화될 경우 한계기업을 중심으로 기업부채가 부실화되고 관련 금융기관의 재무건전성이 악화될 가능성

- 특히 대내외 충격으로 경기둔화가 지속되고 대외수출여건이 악화될 경우에는 수출 제조업, 지방 국유기업의 수익성이 악화되어 부도위험에 직면할 가능성
- 최근에는 2013년부터 제조업 부문의 수익성지표가 크게 악화되고 있으며 적자 제조업의 손실규모도 금융위기 이후 크게 상승하는 양상
 - 적자기업의 총손실규모도 금융위기를 기점으로 크게 증가하기 시작하여 2017년 6,844억 위안 수준에 달함
 - 기업부채 증가에 따른 은행권의 부실대출비율(NPL ratio)은 현재까지 대체로 낮은 수준이며 2017년에는 1.85% 기록
- 대부분의 투자사업이 지방정부를 대신하여 지방 국유기업을 통해 이루어지고 있어 지방 국유기업이 부실화될 경우에는 지방정부의 재정상황이 악화될 위험이 존재
 - 2017년 기준 전체 고정투자액 63.2조위안 중 지방정부의 투자사업이 60.8조위안(96.3%)을 차지

1) Anderson, J, "China's Impending Minsky Moment," China Economic Quarterly, Vol. 20, 1(2016. 3)

2) 민스키 모멘트(Minsky Moment)란 미 경제학자 하이먼 민스키의 금융 불안정성 가설에 근거한 이론으로 과도한 부채 확대에 의존한 경기부양 후 채무자가 부채조정을 위해 건전한 자산까지 매각하기 시작하면서 자산버블이 붕괴되고 금융위기가 시작되는 시점을 말함

- 국제결제은행(BIS)은 중국 민간부채의 신용갭은 주요국 중 유일하게 2016년 3월에는 29.0%로 국제결제은행이 경고하는 위험수준(10%)의 3배에 이르는 높은 상태에 도달했다고 경고
 - 신용갭(credit-gap)은 민간신용의 GDP대비 비율의 추세치와 실제치와의 격차로 경기 대응적인 완충자본(capital buffer)의 지표로 사용되며, 신용갭이 커질수록 경기여건이 악화되는 충격이 발생할 경우 이에 대응한 자금조달력이 저하되어 신용위기를 가져올 수 있는 가능성도 커짐
 - 중국 기업과 가계의 민간부채/GDP비율은 2016년 2/4분기에는 208.4%로 장기 추세치(180.2%)보다 29.0%p 높은 수준까지 확대
 - 반면 미국, 한국, 그리스 등은 세계 금융위기와 유럽재정위기를 전후하여 10%이상을 상회하였으나 부채조정 과정을 거치면서 현재는 모두 10%를 큰 폭으로 하회
- 민간 부채비율의 증가로 금리변동에 따른 민간의 취약성이 증가하고 채무상환능력이 떨어지는 채무자에게 부담으로 작용할 수 있으며, 경색적인 자금사정이나 금융여건, 경기둔화에 따른 민간 재무상태의 민감성이 크게 증가
 - 중국의 2017년 말 기준 민간부채 채무상환비율(debt service ratio)³⁾은 19.8%로 가계와 기업소득의 20%정도를 채무상환비용으로 지출하고 있으며, 이는 주요 선진국에 비해 높은 수준
- 최근 IMF의 실증분석 결과⁴⁾에 따르면 과도한 가계부채 증가는 단기적으로 경기활성화에 도움을 주지만 중기적으로 거시경제와 금융안정에 부정적인 영향을 미쳐 민간소비를 둔화시키고 경제성장을 낮추는 효과가 있는 것으로 나타남
 - 가계부채/GDP 비율의 증가는 단기적으로 경제성장과 민간소비에 긍정적으로 작용하지만 그 효과는 3~5년 안에 부정적으로 역전되는 것으로 추정됨
 - 과도한 부채는 과도한 위험감수와 레버리지로 자산시장의 활황과 붕괴 주기를 갖게 하여 결과적으로 낮은 경제성장을 가져올 수 있다는 것임

3) 채무상환비율(Debt service ratio)은 이자와 원금에 대한 할부상환액이 소득에서 차지하는 비율

4) IMF, "Household debt and financial stability," Global Financial Stability Report, Chap. 2(2017. 10)

□ 중국의 정부부채는 주요 선진국에 비해 아직 낮은 수준이며, 세계금융위기 이후에도 비교적 소폭으로 증가

- 중국의 GDP대비 정부부채는 2017년 말 기준 47.0%로 미국(99.0%), 영국(112.1%), 일본(212.9%), 독일(69.4%) 등 주요 선진국에 비해 낮은 수준
- 중국은 국유기업 중심의 적극적인 투자확대 정책으로 경제성장을 견인하면서 상대적으로 완만한 정부부채 증가세를 유지
 - 2013년 이후에는 경기안정화 정책의 일환으로 확장적인 재정정책기조를 유지하여 왔으며, 재정적자규모는 2011년 GDP대비 1.5%(0.9조위안)에서 점차 확대되어 2017년에는 2.9%(2.4조위안)을 기록
- 지방정부 부채는 2009년까지는 중앙정부 부채를 하회하였으나, 이후 빠르게 증가하여 2017년에는 중앙정부 부채의 2배에 근접한 수준까지 증가
 - 2017년 전체 정부부채 38.8조위안 중 중앙정부 부채가 13.5조위안, 지방정부 부채가 25.3조위안
 - 향후 지방 정부의 자금 조달 환경이 지속적으로 악화될 경우 금융위기 이후 중국 경제의 회복세를 견인해온 인프라 투자의 감소로 이어져 경제성장을 둔화시키는 요인으로 작용할 가능성
- 사회주의 경제체제의 특성상 정부가 암묵적으로 지급을 보증하는 국유기업의 부채를 고려할 경우 정부부채/GDP비율은 선진국과 비슷한 수준에 이미 도달
 - 2017년 기준 중국 정부부채/GDP비율(47.0%)과 국유기업/GDP비율(122.8%)을 더한 부채/GDP비율은 169.8%이며, 이는 일본(212.9%)을 제외한 주요 선진국보다 높은 수준

□ 중국의 부채문제가 금융기관 부실화와 금융 위기로 현실화될 가능성은 크지 않다하더라도 장기적으로 지속가능한 성장을 견인하고 경제에 미칠 부정적인 영향을 최소화하기 위해서는 금융 개혁이 필요한 시점

- 그러나 중국 당국이 지금 당장 긴축적인 재정 및 금융통화개혁으로 민간부채를 빠르게 조정하는 정책을 실행하기에는 어려운 대외 여건에 직면
 - 인구고령화로 인한 생산가능인구 증가세 둔화, 수출·투자 중심의 성장 전략의 한계와 서비스업 및 내수 중심으로의 경제 체질 개선을 위한 전

환기에 경제성장률 둔화가 불가피한 상황

- 대외적으로는 트럼프행정부 등장 이후 미국과의 무역분쟁이 격화되면서 불확실성이 확대되고 수출관련 제조업 업황도 악화
- 중국의 잠재성장률(OECD(2014))은 지난 2011~2015년 중 연평균 8.1%, 2016~2020년 중 5.9%, 2021~2030년 중 4.0%로 하락할 전망
- 장기적으로는 시장 중심의 신뢰성 있는 신용평가 시스템 구축과 중국 정부의 국유기업 구조개혁 추진 성과 등이 기업부채 증가에 따른 위험을 해소하는 핵심 요소가 될 전망
- 단기금융과 그림자금융 통한 자금조달 증가는 중국 은행의 취약성과 금융시스템 위험 증가를 초래할 가능성
- 위험관리와 은행 시스템의 투명성을 제고하고, 그림자 금융의 만기 및 유동성 전환 위험의 누적을 줄이기 위한 정책적 노력을 지속해야 할 것으로 보임
- 구조 대상 기업을 선정하고 시장의 공정한 평가에 의해 자금조달이 이루어지기 위해서는 무엇보다도 신뢰성 있는 신용평가 시스템 구축이 필수적인 과제
- 현재 중국 당국의 대책이 종합적이고 체계적이기 보다는 과잉생산설비 해소에 집중되어 있고 금융시스템의 개혁방안은 아직 미진한 상황으로 평가되고 있음
- 결론적으로, 민간부문의 과도한 채무부담 증가와 자산가격 버블은 시장의 신뢰를 약화시켜 실물경기에 부정적인 영향을 미칠 수 있으며, 신용비용 상승과 자산가격 급락은 중국과 같은 신흥국으로부터의 자본 유출로 이어져 금융위기로 발전할 가능성

3. 부동산가격 하락 위험

- 중국의 부동산시장은 중국정부의 규제정책에 따라 주택가격과 거래량이 등락을 보이는 모습
- 중국정부는 2008년 글로벌금융위기 당시 경기부양을 위해 주택담보대출비율

(LTV) 상향, 주택담보대출 금리 인하, 저가주택 공급자에 대한 금리우대, 양도세·취득세 등에 대한 세제혜택 등 부동산시장 활성화조치를 시행

- 그 결과 2008년 전년대비 1.9% 하락하였던 부동산 가격이 2009년 하반기부터 다시 과열양상을 보이기 시작
- 이에 정책당국은 2010년부터 주택가격의 과도한 상승을 방지하기 위해 각종 규제정책을 도입하면서 2012년 중 주택가격은 하락세로 전환
 - 두번째 주택 구입자를 대상으로 초기 선납금 비율 인상, 주택 구매시 2채 이상 주택을 보유하지 않은 사실을 확인하도록 하는 주택구매제한조치 시행, 주택 매도시 양도소득세 면제기간 연장, 부동산 세제 강화 등
- 2013년 들어 다시 상승세를 나타내자 정책당국은 더욱 강력한 부동산 규제정책을 발표
 - 2013년 2월 원자바오 총리는 부동산 투기성 매매 제한, 부동산 보유세 부과 시범지역 확대, 양도소득에 대한 과세 등을 포함한 ‘신국5조(新国五条)’ 정책을 발표
- 그러나 2014년 하반기부터 부동산가격 상승세 둔화, 거래량 감소, 재고 누적 등 부동산시장이 부진한 모습을 보임에 따라 2014년 9월부터는 부동산 경기 활성화를 위한 정책을 시행하기 시작

□ 2014년 규제완화 시행으로 부동산가격이 상승세로 전환되었으며, 1선 도시를 중심으로 부동산시장 과열우려가 확대

- 1선 도시의 주택가격은 2015년 8월부터 10%를 상회하는 상승세를 보였으며, 2016년 중 매월 전년동기대비 상승률이 20%를 상회
 - 1선 도시를 중심으로 한 주택가격 상승은 2~3선 도시로 파급되어 가격 상승을 이끌고 있는 모습
- 이와 같이 부동산시장 버블우려가 높아지자 중국정부는 2016년 하반기부터 지역별로 차별화된 정책을 시행
 - 2016년 하반기부터 1선 도시와 2선 도시 중 주택가격 상승이 높은 22개 지역에 대해 구매·대출 제한, 중소형 주택공급 확대 및 관리감독 강화 등의 조치를 발표

- 3~4선 도시에 대해서는 재고소진을 위한 거래활성화를 목표로 부동산 수요를 지원

□ 중국의 가계소득이 꾸준히 증가하는 가운데 도시화가 빠르게 진행되면서 거주를 위한 실수요가 지속적으로 확대되면서 주택가격 상승을 이끌기 시작

- 중국은 경제성장으로 국민소득이 증가함에 따라 주거에 대한 욕구가 증대하고 부동산을 자산증식 수단으로 인식하기 시작하면서 주택에 대한 수요 급증
 - 부동산 가격이 큰 폭으로 증가하기 시작한 2004년부터 2017년까지 중국 도시가구의 1인당 처분가능소득은 연평균 11.0% 증가하며 GDP 상승률을 상회
- 또한, 중국은 도시화가 빠르게 진행되면서 농촌지역 인구가 도시로 이주하면서 도시지역 주택 수요가 큰 폭으로 증가
 - 1970년 17.4%에 머물렀던 도시화율(전체 인구 중 도시인구 비중)은 2017년 58.2%까지 상승
- 인구구조 측면에서도 1960~1979년 사이에 태어난 베이비붐 세대의 주택수요가 증가하면서 주택가격 상승으로 이어진 것으로 분석
 - 주택의 주된 수요층이라고 할 수 있는 30~55세 연령의 인구가 1990년 전체인구의 28.7%에서 2017년 39.7%까지 증가

□ 금융위기 이후 최근까지 부동산시장 과열은 완화적 통화정책, 지방정부의 부동산 투자 증가, 그림자금융을 통한 자금 조달 등 시중 풍부한 유동성이 부동산시장으로 유입된 데 기인

- 2014년 하반기부터 잠재성장률 하락, 부동산경기 둔화 지속, 구조조정 등으로 경기 하방압력이 높아지자 인민은행은 경기침체에 대응하기 위해 예금과 대출 금리 및 지급준비율 인하, 다양한 통화정책 수단을 이용한 유동성 공급 등을 시행
- 결과 시중에 본원통화와 요구불예금을 포함하는 M1이 큰 폭으로 증가하였으며, 늘어난 시중 유동성이 실물부문이 아닌 주식 및 부동산시장으로 유입되

며 주가와 주택가격이 큰 폭으로 상승하는 모습

- 완화적 통화정책과 더불어 지방정부의 부동산 투자가 증가한 점도 부동산시장 과열의 원인으로 지목
 - 지방정부의 경우 지방채 직접 발행이 금지되고 자본시장을 통한 자금조달이 제한되었기 때문에 지방정부융자플랫폼을 통해 우회적으로 대출을 받아 조달한 자금 등이 대대적 인프라건설 사업을 통해 부동산시장으로 유입
- 또한, 자금조달이 제한된 지방정부와 부동산개발업체 등이 그림자금융 상품을 통해 자금을 차입하면서 그림자금융이 부동산시장으로 흘러들어가 시장과 열의 원인이 됨

□ 중국 부동산경기의 급격한 둔화는 가계의 소비위축, 건설투자 축소, 지방정부 재정악화에 따른 인프라 투자 감소, 부동산 관련 산업의 위축 등을 통해 실물경제에 부정적 영향을 가져올 것으로 예상

- 중국은 선진국에 비해 가계자산 중 부동산 비중이 높아 부동산 시장 둔화에 따른 역자산효과로 소비 위축 가능성이 높음
- 중국 부동산은 지방정부 재정수입에 있어 주요한 자금조달 원천으로써 부동산 경기둔화가 지방정부의 재정 부담을 가중시킬 가능성
 - 중국 지방정부의 토지사용권 수입은 2017년 기준 전체 지방정부 기금 수입의 86.7%, 총수입의 23.3%를 차지하고 있으며, 지방정부 조세수입 중 부동산관련 세수는 30.1%를 차지
- 고정자산투자에서 부동산투자가 차지하는 비중이 높고, 고정자산투자의 대부분이 지방정부에 의해 형성되고 있는 점을 감안할 때 부동산 경기둔화가 지방정부 투자위축 등을 통해 중국 성장률 둔화로 이어질 가능성
 - 2017년말 기준으로 부동산투자는 전체 고정자산투자의 22.1%를 차지하고 있으며, 전체 고정자산투자 중 지방정부에 의해 이루어지고 있는 부분이 96.3%

□ 중국의 부동산시장은 은행, 그림자금융, 지방정부와 긴밀하게 연관되어 있

기 때문에 부동산시장에 충격이 발생할 경우 금융시스템 전반에 불안을 가져올 가능성

- 중국은 은행권 가계대출 중 부동산담보대출 비중이 지속적으로 증가해왔을 뿐만 아니라 기업대출시 부동산담보를 요구하는 관행이 있어 기업대출 부문도 직간접적으로 부동산과 연관되어 부동산관련 익스포저 규모가 큼
 - 중국 은행들의 부실채권규모가 증가하고 있는 점도 부동산시장 충격시 은행권 리스크를 높일 가능성
 - 또한, 부동산 경기둔화로 지방정부융자플랫폼의 차입금 상황이 어려워지거나 그림자금융을 통해 자금차입을 늘린 지방정부와 부동산개발업체 부실이 금융리스크를 가져올 가능성

□ 중국은 소득수준 대비 주택가격 수준이 높은 편이며 주요 대도시의 경우 매우 높은 것으로 나타남

- 중국의 소득대비주택가격비율(PIR, Price to Income Ratio)은 9.3배(35개 도시 평균, 2017년 기준)로 UN 이나 World Bank에서 합리적 수준으로 간주하는 수준을 초과
 - 선전, 샤먼, 북경, 상해 등 타도시로부터의 유입인구 증가세가 높은 대도시의 경우 각각 30.6배, 18.7배, 18.2배, 13.2배를 기록
- 주요국과의 비교에서도 높은 수준으로 나타나 중국의 부동산 가격은 높은 편으로 판단
 - 중국의 중위소득 기준 소득대비주택가격비율은 10.2배로 홍콩(18.1배)에 이어 두 번째로 높은 수준으로 나타남

□ 최근 중국 부동산시장의 모기지대출이 큰 폭으로 증가하고 있으나, GDP 대비 대출규모나 LTV 수준 등을 감안할 때 주택금융 관련 부문에서의 리스크는 높지 않은 것으로 판단

- 중국의 모기지대출 잔액은 2017년 9월 기준 23조 위안으로 부동산가격이 상승세로 돌아선 2015년 하반기부터 전년동기대비 20%를 상회하는 수준으로 증가하였으며 2016년 4/4분기 중에는 전년동기대비 35.4%까지 증가

- 중국의 LTV 비율을 추정하기 위해 부동산 판매금액 대비 신규 주택담보대출 비중을 계산해 본 결과 2016년 기준 동 비율은 48.5%로, 주요국 평균 LTV에 비해 높은 편은 아님
- GDP대비 가계부채 비중도 2017년 기준 48.4%로 주요국에 비해 낮은 수준으로 나타남

□ 공급측면에서 최근 주택 재고가 감소하고 미분양면적이 축소되는 등 공급과잉이 완화되고 있는 점은 부동산 시장의 급격한 둔화 우려를 완화

- 중국의 부동산가격이 상승하면서 판매가 크게 증가하였으나 최근 각종 규제 강화로 주택투자와 신규주택 착공 증가세가 둔화되며 점차 재고가 해소되고 공실면적이 축소되는 모습
 - 중국 주거용 부동산의 미분양면적은 2016년 2월 4억 6,635만 평방미터를 정점으로 감소하여 2018년 9월 2억 6,010만 평방미터를 기록
 - 2016년부터 주택재고 증가율이 마이너스를 나타냈으며 2018년 8월 기준 30개 도시 주택재고가 2013년 이후 가장 낮은 수준을 기록

□ 중장기적으로는 생산가능인구 감소세 전환에 따른 주택수요층 감소가 우려되나 신형도시화 계획이 호구제 개혁과 병행되어 실시됨에 따라 도시지역 주택수요를 증가시킬 것으로 예상

- UN 인구전망에 따르면 중국의 15~64세 생산가능인구는 2015년을 정점으로 감소하기 시작함에 따라 생산가능인구 감소세 전환에 따른 주택수요층 감소가 예상
- 그러나 중국은 농민공의 소득증대와 이에 따른 내수확대를 목표로 도시화 정책을 지속적으로 추진하고 있어 앞으로 도시로의 인구유입은 더욱 늘어날 전망

4. 그림자금융 리스크

- 그림자금융에 대한 정의와 범위는 국가별 금융체제와 금융발전 단계가 상이하기 때문에 명확하고 통일한 기준은 없으나 중국 당국의 정의는 다음과 같음
 - 국무원은 그림자금융을 ①인허가를 취득하지 않고 규제의 사각지대에 있는 금융, ②신용기구에 의해 운영이 되나 금융인허가를 취득하지 않고 관리감독이 충분치 않은 금융, ③인허가를 취득하였으나 관리감독이 충분치 않은 금융으로 정의
 - 예를 들면 지하금융, 인터넷금융, P2P대출, 전당포, 신용보증회사, 소액대출회사, 자산관리상품, MMF 등이 해당
- 일반적으로 중국 그림자금융의 분석은 편의상 협의 그림자금융과 광의 그림자금융으로 구분
 - 협의 그림자금융은 당국의 관리감독밖에 있거나 완화된 금융을 의미하며 주로 제도은행권이 취급하는 위탁대출, 신탁대출, 은행인수어음 등을 포함
 - 광의 그림자금융은 협의 그림자금융에 비은행금융기구의 자산관리상품, 민간대차를 포함하는 은행시스템 외부영역에서 이루어지는 모든 신용중개를 포괄
- 국제적 기준으로 그림자금융에 대한 정의는 금융안정위원회(FSB: Financial Stability Board)에서 내린 것이 대표적⁵⁾
 - FSB는 광의(Broad Measure) 그림자금융을 일반적인 은행시스템 밖에서 신용중개기능을 수행하는 기관과 활동으로 정의
 - 협의(Narrow Measure) 그림자금융은 비은행 신용중개 중에서 금융시스템 리스크를 확대시키거나 규제차익을 추구하는 부문으로 정의

5) 2010년 11월 G20 서울정상회의에서 회원국은 그림자금융의 위험 가능성을 경고하고 FSB에 그림자금융의 감독 및 규제를 강화하는 권고안을 요청했으며, FSB는 그림자금융의 개념을 정립하고 2011년부터 관련 보고서를 발간

- 중국 그림자금융의 형성은 국유은행 중심의 신용할당과 억압적인 금융규제, 시중 자금수급 불균형, 금융시장의 미발달, 새로운 고수익창출에 대한 수요 증대 요인 등이 배경으로 작용
- 공급측면에서는 제도권은행이 정부의 엄격한 규제를 회피하면서 새로운 고수익창출을 모색하는 과정에서, 비은행금융기구들은 시중자금의 불균형을 충족시켜주는 역할을 하면서 그림자금융의 주 공급원으로 등장
 - 중국 제도권은행은 글로벌 금융위기 이후 정부의 경기부양책에 따른 부작용을 해소하는 과정에서 대출제한 등 엄격한 규제로 수익창출이 어려워지자 규제를 회피하면서 다양한 자금운용과 고수익창출을 위해 위탁대출, 신탁대출 등 장부의 금융을 취급
 - 신탁회사, 소액대출회사 등 은행에 비해 규제가 약하거나 혹은 규제를 받지 않는 비은행금융기구는 제도권은행으로부터 신용접근과 자금차입이 어려운 개인, 중소기업, 소상공인들에게 신용공급을 제공하면서 시중 자금수급의 불균형을 보완하는 역할을 수행
 - 수요측면에서는 가계, 기업, 지방정부를 중심으로 고수익상품투자에 대한 수요 증대, 중국 금융시장의 미발달, 투자확대를 위한 자원 확보 차원에서 그림자금융에 대한 수요가 확대
 - 가계는 은행의 낮은 예금금리와 고인플레이션율로 인한 마이너스 실질금리 등을 경험하면서 자산관리상품 등 고수익상품에 대한 투자를 확대하면서 그림자금융 수요가 증대
 - 기업의 경우 주식과 채권 발행 등 직접금융시장의 미발달로 자금조달수단이 제한적이고, 국유기업과 대기업에 비해 상대적으로 신용배분에서 배제된 중소기업 등을 중심으로 그림자금융 수요가 증대
 - 지방정부는 중앙정부의 지방부채에 대한 통제가 강화되는 가운데 지방정부의 '성장 지상주의'로 투자자원 확보를 위한 그림자금융 수요가 확대되었으며, 특히 지방정부융자플랫폼(LGFV: Local Government Financing Vehicle)은 이의 투자재원조달 창구로 크게 활용됨

□ 중국식 그림자금융 정의에 의한 그림자금융 규모는 2017년말 기준 GDP 대비 33~76% 범위로 추산

- 협의 그림자금융 규모는 사회용자총액 중 국유은행 중심의 제도은행권이 취급하는 위탁대출, 신탁대출, 은행인수어음 등을 합제한 기준으로 측정할 때 2017년말 기준 GDP대비 32.6% 수준
 - 협의 그림자금융 규모는 2007년말 3조위안 수준에서 2017년말 현재 26.9조위안으로 확대
 - GDP대비 협의 그림자금융 규모의 비중을 살펴보면, 2007년말 11%에 불과하였으나, 글로벌 금융위기 이후 빠른 속도로 상승해 2014년말 33.3%로 최고치를 나타내었으며, 그림자금융에 대한 규제가 강화된 2015년부터는 정체되는 모습
- 광의 그림자금융 규모는 포괄범위와 따라 상이하고 정확한 규모 파악이 어려우나 국제투자은행과 중국 증권사 등의 추산에 따르면 다음과 같음
 - 국제투자은행인 JP모건은 2013년말 기준 최대 46조위안, GDP대비 81.0%로 추산
 - 중국 증권사 해통증권은 2017년말 기준 63조위안, GDP대비 76.2%로 측정
 - 해통증권은 비은행금융기구를 통한 대출이 30조위안으로 가장 규모가 크며, 그 다음 위탁대출 13.2조위안, 신탁대출 8.4조위안, 은행인수어음 4.2조위안, P2P대출 1.3조위안, 소액대출회사대출 1.0조위안 순으로 파악

□ 국제금융기구인 금융안정위원회(FSB)는 중국의 협의와 광의 그림자금융 규모를 각각 GDP대비 65.2%와 89.0%로 측정

- FSB가 미국 달러화 기준으로 측정한 중국의 협의 그림자금융은 2016년말 현재 7조달러 규모로 GDP대비 65.2% 비중을 차지
 - 이는 미국(14.1조달러)에 이은 두 번째 규모이며, 글로벌 협의 그림자금융 총액 중 15.5%를 차지하여 미국(31.3%) 다음으로 높은 수준
 - 중국의 협의 그림자금융 규모는 GDP대비 기준으로 아직 글로벌 평균(73.0%)으로 주요 선진국(스위스 111.7%, 캐나다 91.6%, 미국 76.1%)

에는 미치지 못하지만 대부분 신흥개도국(브라질 39.5%, 칠레 25.9%, 멕시코 20.0%) 보다 높은 것으로 조사

- FSB는 중국의 광의 그림자금융 규모가 2016년 미 달러화 기준으로 9.6조달러, 중국 GDP대비 89%를 비중을 차지하는 것으로 추정
 - 중국의 광의 그림자금융은 GDP대비 100~300% 범위에 있는 캐나다, 영국, 스위스, 미국, 한국 보다는 낮지만 중국을 제외한 대부분 신흥개도국과 선진국 중 독일, 스페인보다 높은 수준을 나타냄
 - 특히 여타 국가들에 비해 증가속도가 가장 빠른 편으로 2011~2016년 기간 중 연평균 40%를 상회하는 증가율을 보이며 글로벌 평균증가율인 5.0% 수준을 크게 앞서는 급성장세를 보임
 - 한편 중국의 총금융자산에서 광의 그림자금융이 차지하는 비중은 2008년 4.0%에 불과하였으나 2016년 19.5% 수준으로 빠르게 확대

□ 중국 그림자금융의 리스크는 공급측면에서 제도권은행보다는 신탁회사 등 비은행금융기구가 높은 편

- 중국 제도권은행의 그림자금융 취급 규모가 증가하고 있으나 부실채권 비율과 자기자본비율 등 재무현황은 안정적인 편
 - 중국 사회용자총액 중 제도권은행이 취급하는 협의 그림자금융(위탁대출, 신탁대출, 은행인수어음의 합) 규모는 2008~2017년 기간 중 연평균 25.9%로 동 기간 중 총자산증가율인 18.2%를 상회
 - 제도권은행의 재무안정성과 건전성을 보여주는 부실채권비율은 2011년 1.0% 미만에서 2017년 1.8%로 상승하기는 했으나 여전히 2.0%를 하회하는 낮은 수준이며, 자기자본비율도 2017년 13.7%로 안정적
 - 다만 비은행금융기구와 연계된 자산관리상품(WMPs)의 규모가 크다는 점에서 비은행금융기구의 잠재된 위험이 노출될 경우 제도권은행으로의 위험전이 가능성은 상존
- 비은행금융기구 중 신탁회사는 WMPs를 판매하면서 급속히 성장하였으며, 만기불일치와 유동성 위험으로 금융권 시스템에 위기를 초래할 위험성 잠재

- 신탁회사의 자산은 2010년 2.4조위안 수준에서 2017년말 26.3조위안으로 급성장하며 제도권은행 다음으로 금융시장의 영향력이 확대되어 그림자금융 리스크 확대의 주요 관리대상으로 부각
- 신탁회사의 신탁자산은 만기가 단기로 특정시점에 채무잔액이 급속히 증가하고, 경제여건이 악화될 경우 투자회수율과 자산회전율이 하락할 경우 신탁회사의 부도 위험성이 높음
- 특히 은행과 연계한 WMPs에 문제가 발생할 경우 은행에 위험이 전가되고 이는 시스템 리스크를 높이는 요인으로 작용

□ 수요측면에서 그림자금융의 리스크는 가계보다는 기업과 지방정부에서 상대적으로 높은 편

- 중국 기업의 GDP대비 부채 비중은 160%(2017년 기준) 수준으로 이는 OECD 등 국제기구의 위험판단 기준인 150%를 상회
 - 특히 그림자금융 취급기관의 중소기업 대출에 대한 심사나 리스크 관리 체계가 열악하여 신용위험과 경기 악화 시 채무불이행 가능성이 높음
- 지방정부의 그림자금융 규모는 실제 발표치보다 드러나지 않은 대출이 훨씬 많을 것으로 추정
 - 중국 재정부가 발표하는 지방정부의 부채규모는 2018년 9월 현재 18.3조위안 수준이나, 이는 지방정부융자플랫폼(LGFV)을 통한 부채는 제외한 수치로 이를 포함할 경우 공식통계를 크게 상회할 것으로 예상
 - 지방정부가 그림자금융을 통해 조달한 자금은 금리가 높고 상환기간이 짧아 부채의 질을 저하시키고 있으며, 부동산가격하락이나 경기악화 시 원리금상환 문제 발생 등 리스크 요인으로 작용할 가능성
- 가계부문은 총자산과 GDP 대비 낮은 금융부채 등으로 그림자금융으로 인한 리스크 발생 가능성은 낮음
 - 자료 이용이 가능한 가장 최근인 2013년 기준 가계의 금융부채는 총자산 대비 9%에 불과하며 GDP대비 35% 수준으로 그림자금융이 발달한 선진국(미국 82%)에 비해 큰 폭으로 하회

- 또한 가계부문은 부동산과 자산관리상품(WMPs)에 대한 투자 비중이 높은 편이나, 투자성향이 레버리지 투자보다는 보유한 저축자금을 활용하고 있어 손실 발생의 경우에도 금융권 전체로 확산될 가능성은 낮음

□ 중국 그림자금융은 금융당국의 관리감독이 제대로 이루어지지 않는 가운데 급속히 확대되어 왔다는 점에서 리스크가 점증하는 상황

- 금융안정위원회(FSB)의 추산에 따르면 중국 그림자금융 규모는 GDP대비 65~89%로 아직 선진국의 100~300%에 비해 낮지만 여타 국가들보다 가장 빠르게 확대되는 문제를 지적
- 또한 중국 정부가 발표하는 그림자금융은 국제적인 기준과는 큰 차이를 보이고 있으며, 통계 발표치에 대한 불확실성과 신뢰성에 의문

□ 한편 중국 정부는 그림자금융에 대한 문제점을 인지하고 있으며 위험예방 차원에서 규제를 강화해 나가는 추세이나 그 과정에서 부작용은 불가피할 전망

- 중국 정부는 2016년 이후 금융리스크 방지를 정책의 최우선 순위에 두고 은행업 감시시스템(MPA: Marco Prudential Assessment)을 도입하여 부외거래구조를 측정하고 자본요건을 강화하는 조치를 취함
- 2018년 4월에는 금융감독기관과 외환관리국이 공동으로 ‘금융기관 자산관리 업무 규범에 관한 지도의견’을 확정하고 은행의 원금보장 금지, 수익률 보장 상품 금지 등 그림자금융의 억제에 초점을 맞춘 규제강화책을 제시
- 그러나 그림자금융에 대한 규제 강화로 기업 자금조달 압박과 한계기업 부도 증가 등으로 투자가 위축되고 실물경기가 둔화될 위험성 상존
 - 은행의 경우에도 부외거래의 양성화 과정에서 총당금적립과 자본금확충 등으로 신규대출 여력 축소와 수익성 악화를 초래할 가능성

□ 전반적으로 중국 그림자금융이 금융시스템 위기로 전이될 가능성은 낮으나 향후 중국 정부의 정책대응 능력이 중대한 과제

- 향후에도 중국 그림자금융은 금융산업 발전에 따라 각종 신종금융상품 개발과 점진적인 금융시장의 개방으로 규모가 확대될 전망
- 다만 그림자금융의 주공급원인 은행권에 대한 정부 통제권, 위험예방을 위한 규제정비, 금융시장 미발달로 증권화 수준이 낮다는 점 등을 고려할 때, 금융시스템 위기로의 전이 가능성은 높지 않음
- 그림자금융 리스크의 현실화 여부는 중국 정부의 그림자금융에 대한 효율적인 규제와 관리감독, 그 과정에서 경제에 주는 부정적 충격을 얼마나 최소화하면서 정책목표를 달성해 나갈 수 있을지가 관건

I. 서론

중국 경제는 지난 1978년 덩샤오핑이 개혁개방을 표방한 이후 농업개혁, 국유기업에 대한 경영자율권 확대, 지방정부의 분권화와 인프라구축, 금융 및 외환 부문의 시장경제 도입 등의 경제정책을 통해 지난 40여년 동안 연평균 9.5%의 고도성장을 실현할 수 있었다. 2017년 기준 중국의 명목GDP는 12.2조 달러로 미국의 19.4조 달러에 이어 세계에서 두 번째로 큰 경제 규모로 성장하였다. 1978년 385위안에 불과했던 일인당 명목GDP가 2017년 중에는 59,660위안으로 155배 증가하였다.

세계경제에서 중국이 차지하고 있는 위상도 크게 제고되었다. 세계은행(World Bank)에 의하면 세계 GDP에서 중국이 차지하는 비중은 1978년 1.8%에서 2017년 15.2%로 미국(24.0%)에 이어 두 번째이고, 실질 구매력 평가기준으로는 지난 2014년 미국을 추월한 것으로 IMF는 추정하고 있다. 중국의 대외거래도 2001년 국제무역기구(WTO) 가입 이후 빠르게 증가하여 중국이 세계교역에서 차지하는 비중은 2017년 11.5%(4조 1,052억 달러)로 미국의 11.1%(3조 9,562억 달러)를 넘어섰다.

중국 경제의 대외적인 위상 변화와 함께 중국의 산업구조도 빠르게 고도화되었다. 중국은 과거 1차산업 중심의 농업국가에서 2·3차 제조업과 서비스업 중심의 산업구조로 재편되었다. 중국 GDP에서 1차산업이 차지하는 비중은 1978년 27.7%였으나 2017년에는 7.9%로 낮아졌고 2차산업과 3차산업의 비중은 각각 40.5%와 51.6%로 높아졌다. 중국의 자본시장도 실물경제 확대에 힘입어 빠른 양적 성장을 보여주고 있다. 주식시장의 시가총액 규모는 미국에 이어 두 번째이고, 채권시장규모는 2017년 말 기준 11.8조 달러로 미국(39.3조 달러), 일본(12.7조 달러)에 이어 세 번째로 큰 시장으로 성장하였다.

최근 중국 당국은 고도 성장기를 지나 지속 가능한 성장을 구가할 수 있는 선진경제로 진입하기 위해 실물경제와 금융산업 전반에 대한 경제구조개혁정책을 추진하고 있다. 우선, 중국 정책당국은 기존의 고정투자와 제조업 중심의 성장모형에서 탈피하여 민간소비 및 내수산업 중심 성장구조로 전환하기 위한 정책을 추진하고 있다. 이는 지난 2016년부터 과잉설비산업 구조조정, 기업부채 및 금융부문

레버리지 축소 등의 정책을 주요 내용으로 하는 ‘공급측 구조개혁’으로 대표된다. 또한 자본시장의 발전을 촉진하기 위한 금융산업 관련 혁신 정책도 적극적으로 모색되고 있다.

그러나 중국 경제가 기존의 ‘사회주의 시장경제’에서 탈피하여 지속 가능한 성장을 담보하기 위해 해결해야 할 당면 과제는 중국 경제에 적지 않은 도전이 될 전망이다.¹⁾ 고정투자 중심의 성장전략에 기인한 기업부채의 가파른 증가로 한계기업이 부실화될 위험이 커지고, 생산가능인구의 급속한 고령화로 인해 저임금에 기반을 둔 제조업 중심의 성장이 한계에 봉착할 가능성이 있다. 호구제도, 농민공 등에 기인한 도농간·계층간 소득격차 심화로 사회적 갈등이 심화될 우려 또한 상존하고 있다. 자본시장에서는 전통적인 국영은행 중심의 은행부문의 비효율성과 주식, 채권 등 자본시장의 미성숙, 그림자금융 누증 등으로 금융시장의 발전이 제약되면서 불안정성이 확대될 가능성이 있다.²⁾

중국의 안정적 성장세 유지는 세계 경기여건에 민감한 우리나라 수출의 견실한 증가에 중요한 요소이다. 1992년 한중 수교 이후 대중국 교역은 비약적으로 증가하여 우리나라 수출의 대중국 의존도가 심화되는 상황이다. 대중국 수출이 우리나라 전체 수출에서 차지하는 비중은 1992년 3.5%에서 2017년 24.8%로 확대되었다. 향후 중국경제는 성장률이 둔화되는 가운데 대외적으로는 미국의 금리인상 가속화, 트럼프정부와의 환율 및 무역분쟁 등의 영향으로 금융시장의 불확실성이 확대될 것으로 전망되고 있다. 이에 따라, 중국경제의 잠재적 위험요인을 면밀히 분석하고 관련 분야에 대한 모니터링을 강화하여 효율적으로 대처할 수 있는 방안을 마련해야할 필요성도 커지고 있다.

본보고서는 최근 들어 부각되고 있는 중국의 부채문제, 부동산버블, 그림자금융을 중심으로 중국 경제가 당면하고 있는 금융부문과 자산시장의 잠재적 위험 요인과 실물경제에 미칠 영향에 대해 살펴보고자 한다. 먼저, 세계금융위기 이후 중국의 총부채규모와 경제주체별 분포 및 증가추이를 살펴보고, 급격한 부채증가가 중국 경제에 미치는 영향을 분석할 것이다. 다음으로 가계부채 증가의 주요 요인인 중국의 부동산시장에 초점을 맞추어 분석하였다. 마지막으로 당국의 규제와 감독에

1) Morrison, W., “China's Economic Rise: History, Trends, Challenges, and Implications for the United States,” Congressional Research Service, 2015.

2) 한국은행, “중국경제 개혁개방 40년, 성과와 과제,” 국제경제리뷰 제2018-17호, 2018.

서 벗어나 빠르게 증가하고 있는 그림자금융의 형태와 증가 추이, 관련된 위험 요인 등을 살펴보았다.

첫 번째로 주목해야 할 중국의 위험요인은 민간부문을 중심으로 과도하게 증가·확대되고 있는 부채문제라 할 수 있다. 중국이 고도 성장기에 추진한 신용확대를 통한 투자위주의 성장전략은 중복과잉투자와 과도한 부채문제를 초래하였다. 2018년 1/4분기 기준 중국의 총부채는 GDP대비 261.2%(220.9조 위안) 수준이며, 경제 주체별로는 정부부채 47.8%(40.4조위안), 가계부채 49.3%(41.7조위안), 기업부채 164.1%(138.7조위안)을 각각 차지하고 있다. 세계 주요국의 총부채가 2008년 세계금융위기와 2012년 유럽재정위기 충격으로 인한 경기침체를 극복하는 과정에서 정부부채를 중심으로 증가한 반면 중국의 총부채는 기업부채를 중심으로 크게 확대되었다. 중국 정부가 경기둔화에 대응한 경기부양책의 일환으로 투자를 적극적으로 확대하는 과정에서 기업부채가 가파르게 증가한 것이다. 최근에는 낮은 대출비용과 부동산가격의 지속적인 상승에 따른 주택담보대출에 기인하여 가계부채 증가세도 가팔라지고 있다. 중국의 부동산가격은 풍부한 유동성과 낮은 금리를 바탕으로 지난 세계금융위기 이후, 유럽재정위기 이후, 그리고 2018년 들어 9월 현재까지 전년동기대비 9.3%의 높은 증가세를 기록하였다. 부동산 경기활황과 완화적인 통화정책으로 인한 대출금리 하락에 기인하여 가계대출 및 주택담보대출도 20%이상의 높은 증가세를 보였다.

중국 경제가 과도한 부채로 인해 장기적 저성장에 빠지거나 미국의 서브프라임 사태처럼 금융위기로 발전할 수 있다는 우려가 지난 2015년부터 제기되기 시작하였다. 중국경제가 부채로 인해 경기침체에 빠지고 일본식 장기 저성장으로 이어질 수 있다고 지적하기도 한다. 일부 학자들은 중국의 부채의존형 경기부양이 한계에 직면하였고 과도한 부채 급증이 은행권 부실화를 초래하여 중국 경제가 ‘민스키 모멘트(Minsky Moment)’³⁾에 직면하고 있다고 경고하고 있다. 반면 일부에서는 높은 총저축률이 기업투자로 연결되어 경제성장을 견인하고 기업 이익을 발생시키는 지속가능한 상황이라고 보는 시각도 존재한다. 경제성장이 둔화되고 저물가 기조가 지속되면 기업의 채무부담이 가중되어 중소기업을 중심으로 부도위험이 크게

3) 민스키 모멘트(Minsky Moment)란 미 경제학자 하이먼 민스키의 금융 불안정성 가설에 근거한 이론으로 과도한 부채 확대에 의존한 경기부양 후 채무자가 부채조정을 위해 건전한 자산까지 매각하기 시작하면서 자산버블이 붕괴되고 금융위기가 시작되는 시점을 말함

상승하며, 특히 중앙정부가 아닌 지방정부나 시에 의해 통제되는 국영기업이 위험하다고 할 수 있다. 대부분의 투자사업이 지방정부를 대신하여 지방 국유기업을 통해 이루어지고 있어 지방 국유기업이 부실화될 경우에는 지방정부의 재정상황이 악화될 위험 또한 존재한다. 과도한 가계부채 증가는 단기적으로 경기활성화에 도움을 주지만 중기적으로 거시경제와 금융안정에 부정적인 영향을 미쳐 민간소비를 둔화시키고 경제성장을 낮추는 효과로 작용할 수 있다. IMF의 최근 분석 결과에⁴⁾ 따르면 가계부채/GDP 비율의 증가는 단기적으로 경제성장과 민간소비에 긍정적으로 작용하지만 그 효과는 3~5년 안에 부정적으로 역전되는 것으로 나타났다. 결론적으로, 민간부문의 과도한 채무부담 증가와 자산가격 버블은 시장의 신뢰를 약화시켜 실물경제에 부정적인 영향을 미칠 수 있으며, 신용비용 상승과 자산가격 급락은 중국과 같은 신흥국으로부터의 자본 유출로 이어져 금융위기로 발전될 수도 있다.

중국의 기업부채 및 가계부채 급증이 금융기관 부실화와 금융 위기로 현실화될 가능성은 크지 않다 하더라도 장기적으로 지속가능한 성장을 견인하고 경제에 미칠 부정적인 영향을 최소화하기 위해서는 강력한 금융 개혁이 필요한 시점인 것으로 보인다. 그러나 중국 당국이 지금 당장 긴축적인 재정 및 금융통화개혁으로 민간부채를 빠르게 조정하는 정책을 실행하기에는 어려운 대외 여건에 직면하고 있다고 판단된다. 인구고령화로 인한 생산가능인구 증가세 둔화, 수출·투자 중심의 성장전략의 한계와 서비스업 및 내수 중심으로의 경제 체질 개선을 위한 전환기에 경제성장률 둔화가 불가피한 상황에서 급격한 경기둔화의 위험을 감수해야 하기 때문이다. 대외적으로는 트럼프행정부 등장 이후 미국과의 무역분쟁이 격화되면서 불확실성이 확대되고 수출관련 제조업 업황도 악화되고 있다. 이와 같은 여건 하에서 급속한 민간부채 조정으로 인한 신용위축은 투자와 소비둔화로 인한 경기침체로 이어질 가능성이 크다.

두 번째 분석주제는 중국의 부동산시장과 관련된 위험요인이다. 중국의 부동산시장은 가계신용 확대, 지방정부 부채, 은행의 신용창출 행태 등과 상호밀접하게 연관되어 경제 전반에 미치는 영향이 매우 큰 자산시장이다. 부동산시장의 안정은 가계부채 조정이 실물경제에 주는 부정적 영향을 최소화하면서 이루어지기 위한 필수 요건이다. 주요국의 경험에 비추어 보면, 주택시장 활황으로 주택가격이 급등하

4) IMF, "Household debt and financial stability," Global Financial Stability Report, Chap. 2(2017. 10)

고, 이로 인해 가계부채가 급증하는 경우 가계부채/GDP비율은 버블붕괴로 인해 실물경제가 위축되는 상황까지 지속되는 경향이 있다. 최근 중국의 주택가격은 신규주택을 중심으로 2016년 연평균 11.9%(신규주택 13.9%, 기존주택 6.0%)의 높은 상승률을 기록하다 2017년 전년동기대비 3.7%(신규주택 4.2%, 기존주택 1.3%)로 둔화된 것으로 나타났다. 그러나 2018년 들어 주택가격은 9월까지 전년동기대비 9.3% 상승(신규주택 8.9%, 기존주택 4.9%)하면서 다시 상승폭이 확대되고 있는 것으로 나타나고 있다. 부동산시장이 급락할 경우에는 관련 건설투자가 위축되면서 실물경기 둔화로 이어질 가능성이 크다. IMF는 중국의 주택시장 활황은 6년 이상 지속되고 있으며, 활황이 시작된 이래 실질주택가격은 20%이상 상승한 것으로 추정하였다. 부동산경기의 급격한 둔화는 가계의 소비위축, 건설 및 고정자산 투자 축소, 지방정부 재정악화에 따른 인프라 투자 감소, 부동산 관련 산업의 위축 등을 통해 실물경제에 부정적 영향을 가져올 것으로 위험이 크다. 또한 금융부문에 서도 부동산시장 둔화는 가계 및 기업대출 부실로 이어져 은행 건전성을 악화시킬 수 있으며 지방정부, 그림자금융, 은행으로 이어지는 결합리스크 발생으로 금융시스템에 위기를 초래할 가능성이 높다.

마지막으로 살펴본 주제는 최근 들어 크게 확대되고 있는 그림자금융(shadow finance)과 관련된 위험요인이다. 공급측 구조개혁⁵⁾의 일환으로 부채해소를 위한 다양한 정책이 실시된 결과 총부채/GDP비율이 최근 들어 다소 둔화되고 있으나, 감독당국의 규제에서 벗어난 비은행금융기관과 중소은행을 중심으로 그림자금융의 규모가 크게 증가하며 중국 경제의 금융리스크를 확대시키는 요인으로 부각하고 있다. 금융기관의 부외거래를 통한 그림자금융 규모는 중국 당국의 각종 규제조치로 둔화되고 있지만, 위탁대출과 신탁대출 등을 중심으로 사회총용자에서 차지하는 비중은 증가세를 지속하고 있다. 그림자금융은 금융위기 이후 지방정부의 각종 투자 사업에 필요한 자금을 조달하는 과정에서 지방정부 산하 지방정부투자기관(LGFV; Local Government Financing Vehicle)을 통한 위탁대출 등이 활용되면서 증가하기 시작하였다. 최근에는 은행권이 자산관리상품(WMPs: Wealth Management Products)을 판매하여 조달된 자금을 신탁회사, 기금관리회사 등에 운용하는 형태로 발전하여 다양화되고 있다. 위와 같이 단기로 조달된 자금은 장기적인 SOC개발

5) 2016년부터 공급측 구조개혁의 일환으로 과잉생산해소, 재고해소, 부채해소 등을 내용으로 하는 구조조정 노력이 이루어지고 있다.

이나 부동산개발 등에 투입되고 있어 만기 불일치 위험이 크며, 투자자금을 회수하지 못할 경우에는 제도은행권과 신탁회사의 신용위기를 초래할 수 있을 것이다.

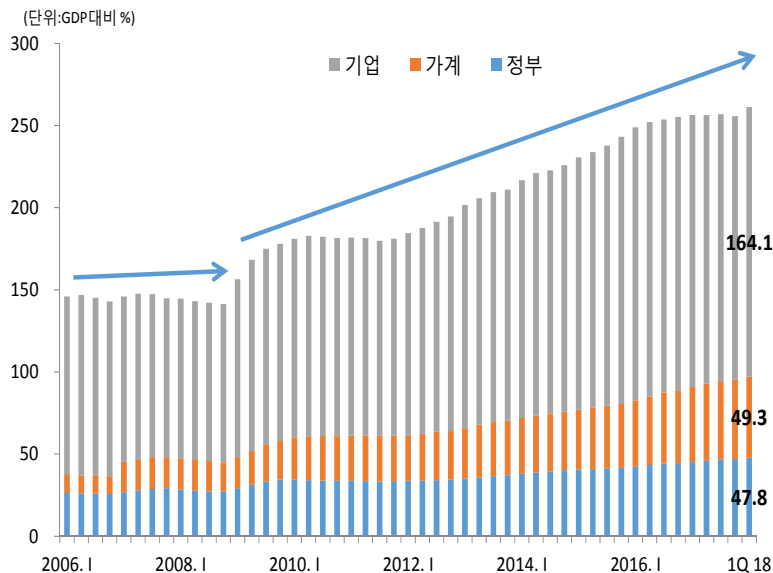
II. 중국의 부채 문제

1. 중국의 부채 현황 및 국제 비교

가. 중국의 총부채 현황: 경제주체별 분포 및 증가 추이

중국의 총부채⁶⁾(가계+기업+정부)는 2018년 1/4분기 기준 GDP대비 261.2%(220.9조 위안) 수준이며, 경제 주체별 GDP대비 부채비율은 정부부채 47.8%(40.4조위안), 가계부채 49.3%(41.7조위안), 기업부채 164.1%(138.7조위안)을 각각 차지하고 있다.

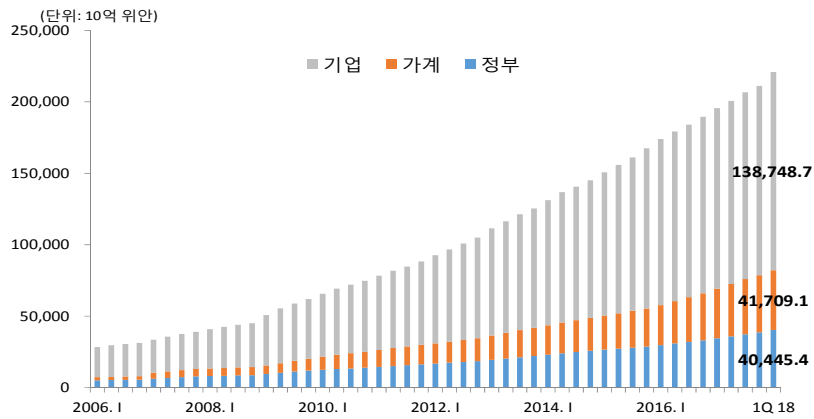
[그림 1] 중국 총부채의 경제주체별 GDP대비 비율



자료: 국제결제은행(BIS) Total credit statistics

6) 총부채는 일반정부, 가계 및 가계에 봉사하는 비영리단체, 비금융기업의 부채를 합한 규모이다. 본문에서 가계부채는 가계 및 가계에 봉사하는 비영리단체를 포함한 부채이며, 기업부채는 비금융기업의 부채를 말한다.

[그림 2] 중국의 경제주체별 부채 규모

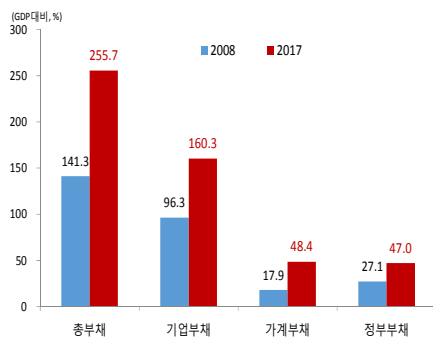


자료: 국제결제은행(BIS) Total credit statistics

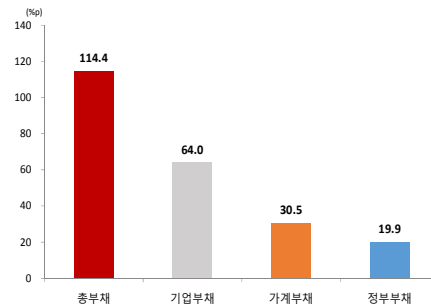
중국의 총부채는 세계금융위기 이전인 2006~2008년 기간 중에는 GDP대비 145% 수준을 유지하였으나 이후 기업부채를 중심으로 급격히 증가하였다. 중국 총부채의 GDP대비 비율은 2008년 141.3% 수준이었으나 세계금융위기를 거치면서 2010년 180%를 넘어섰으며, 유럽재정위기 이후에는 2014년 225.8%를 기록하였고 2017년 말에는 255.7%로 2008년 대비 114.4%p 상승하였다. 특히 기업부채/GDP 비율은 2008년 93.6%에서 2017년 160.3%로 64.0%p 상승하여 동기간 총부채/GDP비율 상승폭의 56%를 차지한 것으로 나타났다.

[그림 3] 세계금융위기 이후 중국의 총부채/GDP대비 비율 변화폭

[2008년과 2017년의 총부채/GDP 비율]

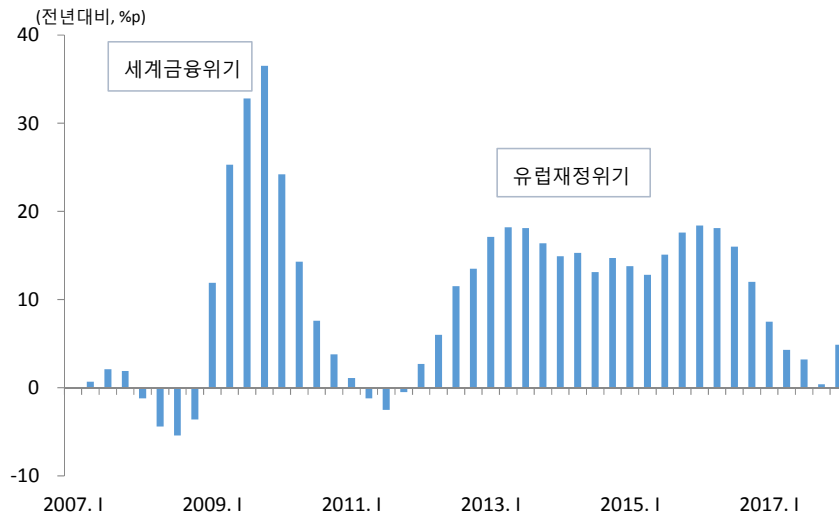


[2008~2017년 기간 중 총부채/GDP 비율 변동폭]



자료: 국제결제은행(BIS) Total credit statistics

[그림 4] 세계금융위기 이후 중국 총부채/GDP비율의 전년대비 변동 추이



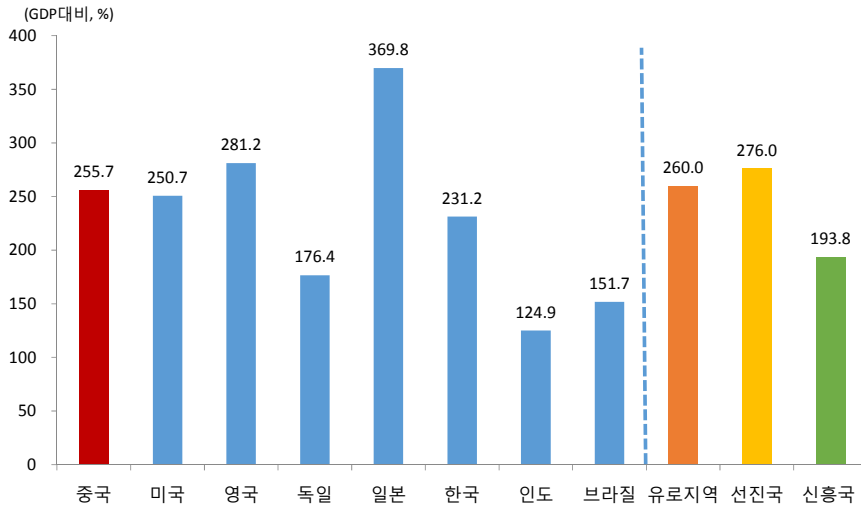
자료: 국제결제은행(BIS) Total credit statistics

나. 세계금융위기 이후 중국과 주요국 총부채 변동의 특징 비교

세계 주요국의 총부채는 2008년 세계금융위기와 2012년 유럽재정위기 충격으로 인한 경기침체를 극복하는 과정에서 대부분의 국가에서 증가하였다. 금융위기로 인한 신용경색을 완화하고 총수요진작을 통해 경기침체에서 벗어나기 위해 팽창적인 통화정책과 적극적인 재정정책으로 신용확대를 지속하였기 때문이다. 이는 경기를 진작시키고 저물가에 따른 디플레이션압력을 완화시키는 데 기여하였지만 동시에 주요국의 총부채가 급속히 증가하는 결과를 가져왔다.

주요국과 비교해보면 2017년 말 현재 중국의 총부채/GDP비율(255.7%)은 선진국(276.0%) 수준을 하회하며 신흥국(193.8%) 평균보다는 월등히 높은 수준이다. 선진국 중 일본(369.8%), 영국(281.2%) 등이 중국보다 높은 수준이며, 인도(124.9%), 브라질(151.7%) 등의 신흥국은 중국보다 훨씬 낮은 수준이다.

[그림 5] 중국과 세계 주요국의 총부채/GDP비율(2017년 말 기준)



주: 1) 선진국은 미국, 영국, 유로지역, 캐나다, 일본, 호주, 덴마크, 뉴질랜드, 노르웨이, 스웨덴, 스위스 등으로 구성

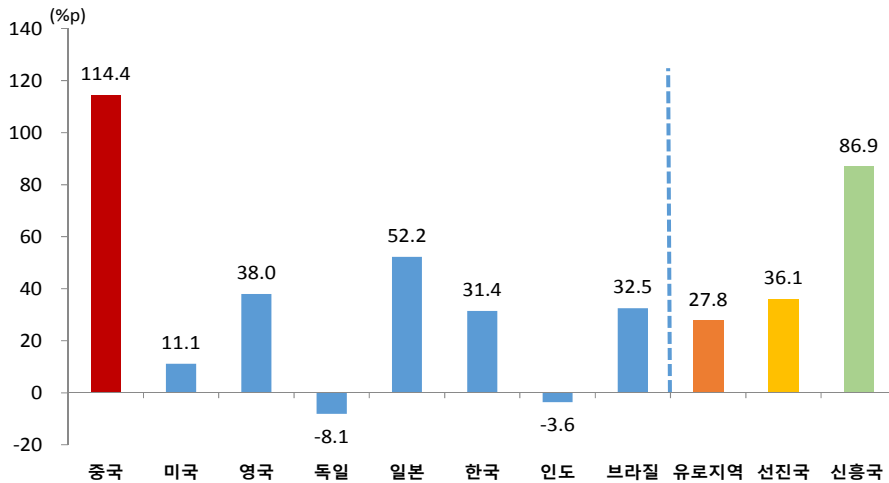
2) 신흥국은 한국, 중국, 인도, 브라질, 남아프리카공화국, 아르헨티나, 칠레, 콜롬비아, 체코, 홍콩, 헝가리, 인도네시아, 말레이시아, 멕시코, 러시아, 폴란드, 싱가포르, 태국, 터키, 이스라엘, 사우디아라비아 등으로 구성

자료: 국제결제은행(BIS) Total credit statistics

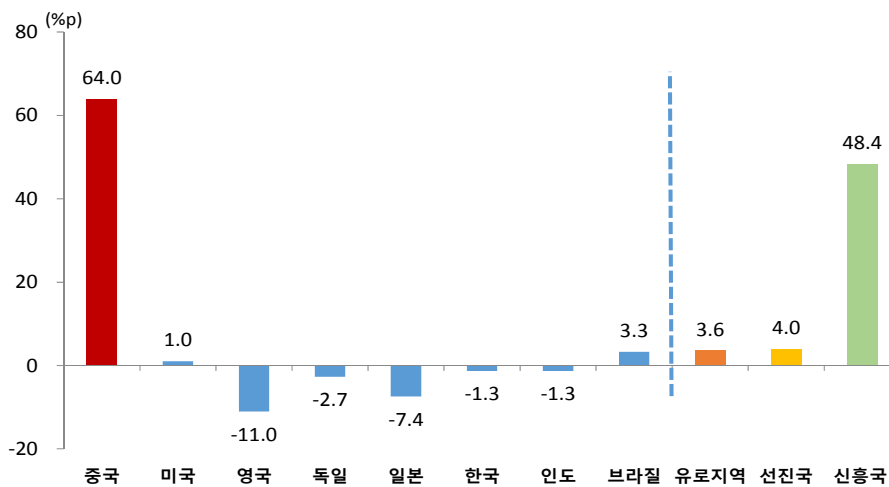
그러나 세계금융위기 이후 중국과 주요국의 총부채/GDP비율 증가속도와 경제 주체별 부채비율 변동은 경제여건과 재정여력, 경제정책 방향 등의 차이에 기인하여 다양한 양상으로 전개되었다. 중국과 세계 주요국이 보여준 부채변동의 특징을 크게 두 가지로 구별해 볼 수 있다. 첫 번째는 중국의 총부채/GDP비율이 주요국에 비해 매우 빠르게 증가했다는 점이다. 지난 2008~2017년 기간 중 선진국과 신흥국의 총부채/GDP비율은 각각 36.1%p, 86.9%p 상승한 반면 중국은 동기간 114.4%p 상승하였다. 주요 선진국 중 일본의 증가폭이 52.2%p로 가장 컸지만 중국의 절반 수준에도 미치지 못한다. 중국을 제외한 신흥국의 총부채/GDP비율은 소폭 감소하거나 선진국 수준의 증가폭을 기록한 것으로 나타났다.

[그림 6] 중국과 주요국의 총부채 및 경제주체별 부채/GDP비율 변동 비교(1)

[총부채/GDP비율 변동(2008~2017년)]



[기업부채/GDP비율 변동(2008~2017년)]

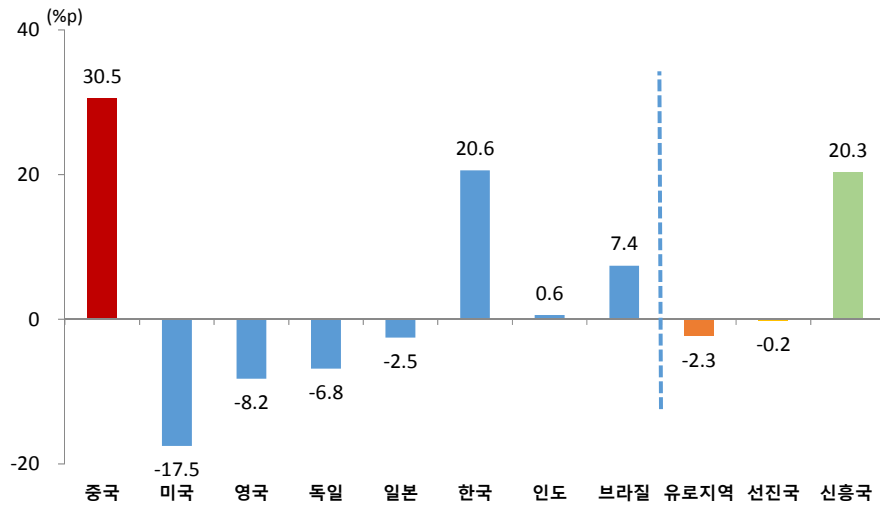


자료: 국제결제은행(BIS)

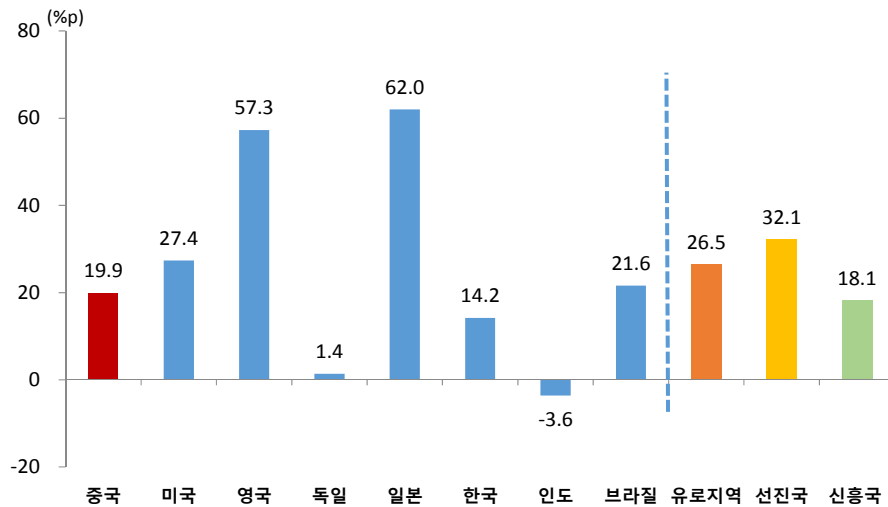
두 번째 특징은, 주요 선진국의 총부채는 국채발행 등을 통한 적극적인 재정정책의 영향으로 정부부채를 중심으로 증가한 반면 중국의 총부채는 기업부채를 중심으로 민간신용이 크게 확대되었다는 점이다.

[그림 7] 중국 및 주요국의 총부채 및 경제주체별 부채/GDP비율 변동 비교(2)

[가계부채/GDP비율 변동(2008~2017년)]



[정부부채/GDP비율 변동(2008~2017년)]



자료: 국제결제은행(BIS)

지난 2008~2017년 기간 중 중국의 기업부채/GDP비율은 93.6%에서 160.3%로 64.0%p 상승하였고, 동기간 가계부채/GDP비율은 17.9%에서 48.4%로 30.5%p 상승하였다. 반면 중국의 정부부채/GDP비율은 동기간 19.9%p 증가하는데 그쳐, 민간부문의 부채증가가 총부채/GDP비율 증가폭의 82.6%를 차지하고 있다. 이와는 대조적으로 선진국의 기업부채와 가계부채의 GDP대비 비율은 동기간

각각 4.0%p, -0.2%p 증감하였고, 정부부채는 32.1%p 증가하였다. 유로지역도 총 부채/GDP증가폭 27.8%p 중 대부분이 정부부채 증가(26.5%p)에 기인하고 있다. 특히 일본과 영국의 정부부채는 동기간 각각 62.0%p, 57.3%p 상승한 것으로 나타났다. 이는 주요 선진국의 경우 정책금리가 제로에 가까운 상태이고 민간부문의 부채수준이 이미 높은 수준에 도달한 상황에서 공공부문 신용확대를 통한 확장적인 재정정책을 선택할 수밖에 없었기 때문이다.

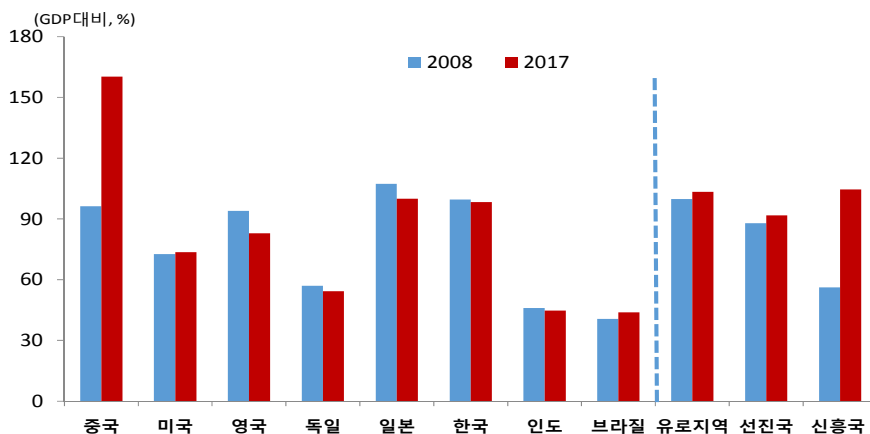
다음으로는 중국의 민간부채와 정부부채 증가의 배경과 주요 요인, 부문별 부채의 특성, 위험요인과 경제적 영향 등을 중심으로 살펴보도록 하겠다.

2. 민간부채의 증가 요인과 경제적 영향

가. 기업부채 증가 배경과 주요 요인

중국의 기업부채는 세계 금융위기 이전인 2008년에는 주요 선진국과 비슷한 수준을 유지하였으나 금융위기 이후 상대적으로 가장 가파르게 상승하여 선진국을 큰 폭으로 추월하였다. 선진국은 금융위기와 유럽재정위기 이후 민간기업의 부채조정이 비교적 적극적으로 추진되어 기업부채/GDP 비율이 감소하였으나 신흥국은 중국을 중심으로 큰 폭 상승한 것으로 나타났다.

[그림 8] 2008년과 2017년 중국과 주요국의 기업부채/GDP비율



자료: 국제결제은행(BIS)

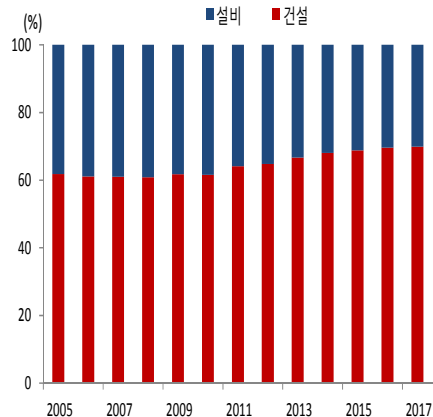
중국 기업부채 급증은 무엇보다도 정책당국이 추진해온 신용확대를 통한 투자 중심의 성장 전략에 기인한다. 중국 정부는 개혁개방 정책 시행 이후 1983년 지방 정부 개혁을 통해 지방정부에 토지사용권 매매를 통한 수입의 일부 사용 권리를 부여하고 고정자산투자 및 외국인 투자에 대한 승인권한을 확대하였다. 이에 따라 지방정부는 사회기반시설 구축 및 고정자산 형성에 주도적 역할을 수행하게 되었다. 특히 중국 정부가 세계금융위기와 유럽재정위기 이후 최근 몇 년간의 경기둔화에 대응한 경기부양책의 일환으로 투자를 적극적으로 확대하는 과정에서 국영기업을 중심으로 기업부채가 가파르게 증가하였다. 세계 금융위기 이후 부채에 의존한 기업투자 중심의 대규모 경기부양의 영향으로 금융위기 기간 전후인 2008~2011년 기간 중 중국의 총고정자본투자는 연평균 20.2% 증가하였다. 특히 고정자본투자가 생산설비보다는 사회기반시설과 부동산개발투자에 집중되면서 국유기업의 기업부채가 급증한 것으로 나타났다. 국유기업의 고정투자증가율은 2005~2008년 기간 중에는 연평균 16.1% 수준이었으나, 2009~2010년 기간 중에는 당국의 적극적인 경기대응책에 힘입어 연평균 30.4%로 급등하였다. 이후 전체 기업의 고정투자증가율은 2011년을 정점으로 점차 둔화되었으나, 국유기업의 고정투자증가율은 2015년까지 10%대에 머무르다 2016년부터 다시 크게 증가하여 21.5%를 기록하였고, 2017년에는 12.1%로 둔화되었다.

[그림 9] 중국의 고정자본투자증가율 및 부문별 투자비중 추이

[고정자본투자증가율]



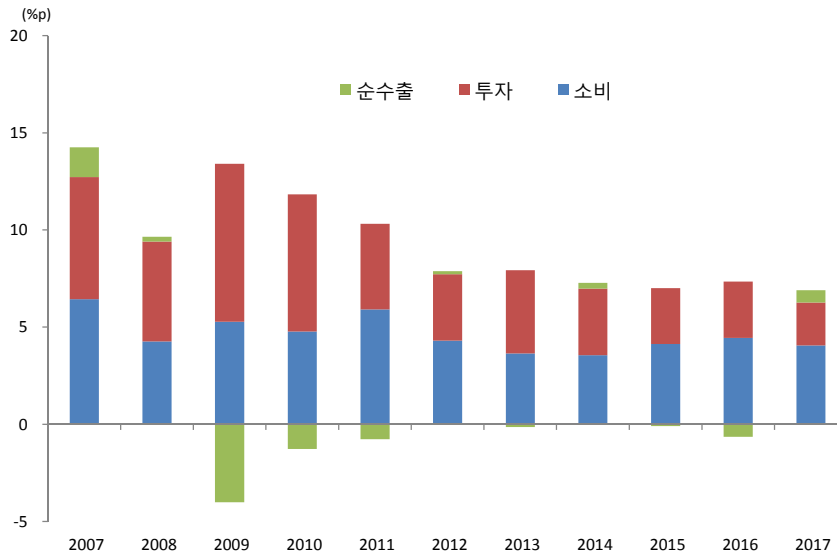
[부문별 투자비중]



자료: CEIC

위와 같은 적극적인 투자위주의 성장전략의 영향으로 세계 금융위기 이후 2009~2011년 기간 중 지출부문별 연평균 성장기여도는 투자의 기여도(6.53)가 가장 컸으며, 2009~2017년 중 지출부문별로 보면 소비(4.46), 투자(4.30), 순수출(-0.65) 순이었다.

[그림 10] 지출부문별 GDP성장 기여도



자료: CEIC

결과적으로 정부의 지원 하에 낮은 금리로 정책자금 조달이 가능했던 국유기업의 채무가 세계 금융위기 이후 2009~2016년 기간 중 연평균 19.3% 증가하였고, 2017년 기준 99.7조 위안으로 전체 기업채무(132.4조)의 75.3%를 차지하고 있는 것으로 나타났다. 국유기업채무를 중앙정부와 지방정부로 나누어 보면, 중앙 국유기업 51.1조 위안, 지방 국유기업 48.6조 위안이었다. 기업부채/GDP대비 비율은 2017년 기준 160.3%이며, 그 중 국유기업부채/GDP대비 비율은 122.8%를 차지하고 있다.

[BOX 1] 중국 국유기업의 유형 및 현황

□ 중국의 국유기업은 중앙 및 지방정부가 투자하여 경영하거나 혹은 대주주로 참여하여 해당 기업을 통제하는 국영기업을 말한다. 「중화인민공화국 기업 국유자산법」 제5조는 국유기업을 ‘국가출자기업’으로 명기하고 있으며 정부지분 비율에 따라 국유독자기업, 국유독자회사, 국유자본지주회사, 국유자본주식회사로 분류하고 있다. 국유독자기업은 특수법인기업으로 국무원의 규정에 따라 위임 또는 파견된 감사회가 해당 법률 및 기업규정에 의거하여 경영전반에 대한 감독조사를 실시한다. 반면 국유독자회사, 국유자본지주회사, 국유자본주식회사는 「중화인민공화국회사법」의 규정에 의거하여 감사회를 설립하고 있다.

정부지분 비중에 따른 중국 국유기업 분류

기업유형	기준	해당 업종	비고
국유독자기업	- 정부 전액 출자 및 설립 - 특별법 적용 - 공공재 생산	- 방위산업 및 항공우주산업	- 공공부문의 재정 지원으로 유지
국유독자회사	- 정부 전액 출자 및 설립 - 회사법 적용 - 거시경제정책 조정 - 경제적 이익을 고려한 공공이익 추구	- 철도, 수도, 전력, 천연가스	- 대다수가 자연독점기업과 자원기업
국유자본지주회사	- 정부 전액 출자 및 설립 - 회사법 적용 - 거시경제정책 조정 - 경제적 이익을 고려한 공공이익 추구	- 전자, 통신, 자동차, 의약, 담배, 공항, 항구, 은행	- 대다수가 준자연독점기업과 국가경제의 기간산업에 종사
국유자본주식회사	- 국가가 일반 주주 자격으로 참여 - 회사법 적용 - 공공이익 추구	- 모든 업종	- 정부의 지분 참여로 국유경제의 영향력을 확대

자료: KIEP, “중국 국유기업의 개혁에 대한 평가 및 시사점,”(2014), [표 2-1] 재인용

- 또한 관리감독 부처인 국유자산관리위원회, 국무원 소속 부처, 지방 국유자산관리위원회 등에 따라 중앙국유기업, 중앙부처 관리기업, 지방국유기업으로 분류할 수 있다. 유형별 사업영역을 살펴보면, 중앙국유기업은 공공재, 자연독점제품, 경쟁성 제품 관련 사업을 독점하고 있으며, 중앙부처 관리기업은 금융, 전매품, 문화상품에 대한 사업을 하고 있다. 지방 국유자산관리위원회 산하의 지방 국유기업은 모든 업종에 진출해 있는 것으로 나타나고 있다.

관리감독 기관에 따른 중국 국유기업 분류

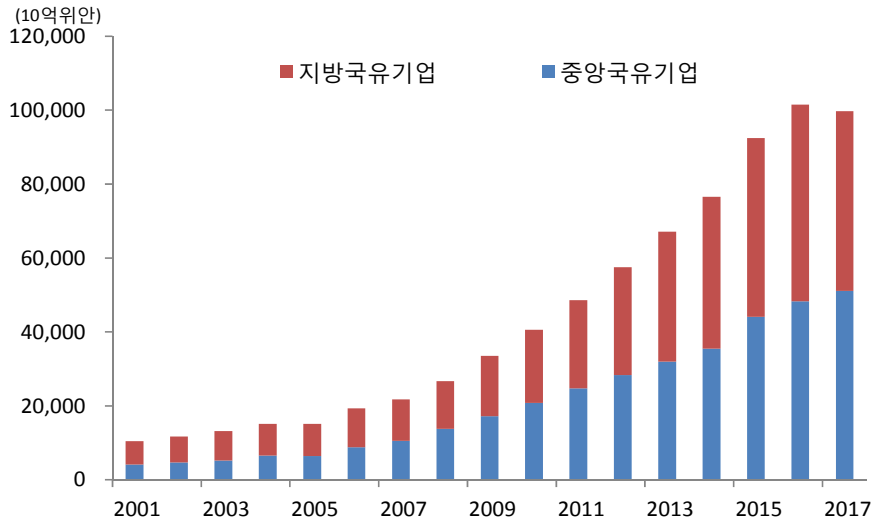
유형	관리감독기관	사업영역	업종
중앙국유기업	국무원 국유자산관리감독 위원회	공공재	방위산업, 통신, 전력, 수도
		자연독점제품	석유, 천연가스, 광산
		경쟁성제품	일반제조업, 건축업, 무역업
중앙부처관리기업	재정부	금융	은행업, 보험업
	국무원 기타 부처 또는 정부산하단체	전매품, 문화상품	담배, 금, 철도운송, 항만, 방송, 문화, 출판
지방국유기업	지방 국유자산 관리감독위원회	—	모든 업종

자료: KIEP, “중국 국유기업의 개혁에 대한 평가 및 시사점,”(2014), [표 2-3] 재인용

- 2017년 기준 중국의 국유기업은 19,000여개로 중국 전체 기업(372,000 여개)의 5.0%를 차지하고 있는 것으로 나타났다. 전체 기업에서 국유기업이 차지하는 비중은 낮으나, 중국 국유기업의 고정자산투자 규모는 2017년 기준 23.3조 위안으로 전체 고정자산투자(63.2조위안)의 37%를 차지하고 있다.
- 중국의 국유기업은 중국의 경제성장에 주도적인 역할을 수행하였으며, 중국 정부는 경영효율성 제고와 시대에 따른 역할 변화에 적응하기 위하여 다양한 개혁을 추진하여 왔다. 이는 1980년대(1978~1992년) ‘소유권과 경영권의 분리’, 1990년대(1993~2002년) ‘구조조정과 중소 국유기업 민영화’, 2000년대(2003~2012년) ‘주식제 개혁’, 2010년대(2013년 이후) ‘혼합소유제 개혁’ 등의 과정으로 구분되고 있다.⁷⁾

7) 문익준·이장규·최필수·나수엽·이효진, “중국 국유기업의 개혁에 대한 평가 및 시사점,” 대외경제정책연구원(2014), 강동수·이준엽, “중국 기업의 소유구조와 경영성과,” 연구보고서 2006-02, 한국개발연구원(2006) 등을 참조

[그림 11] 국유기업의 부채 규모 추이

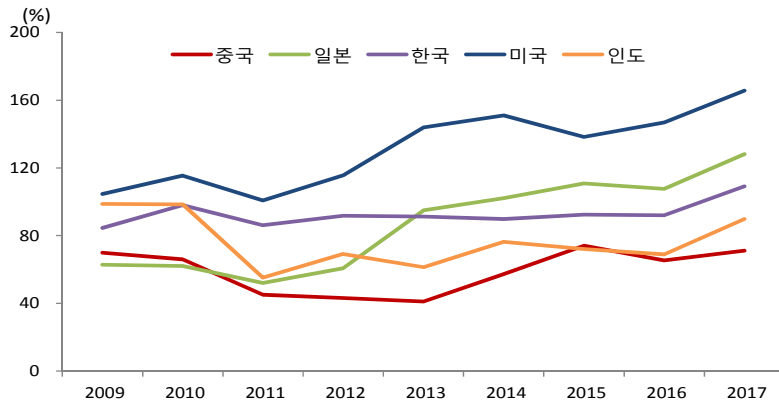


자료: CEIC

자본시장의 미성숙으로 은행차입 중심의 외부자금조달 구조를 가지고 있는데다 세계금융위기 이후 기업의 수익성이 저하되면서 외부자금조달 의존도가 높아진 것도 기업부채 증가의 주요한 요인으로 작용하였다. 중국은 아직 주식, 채권 등의 자본시장이 충분히 발달하지 못하여 은행차입을 통해 외부자금을 조달하는 구조를 가지고 있다. 2015년 기준 중국 기업의 외부자금 조달 비중은 주식발행 6.9%, 회사채 26.5%, 대출 66.6%인 것으로 나타났다.⁸⁾ 또한 중국 주식시가총액의 GDP대비 비율은 2017년 기준 71.2%로 인도(89.8%)보다도 낮으며, 한국 109.1%, 일본 128.2%, 미국 165.7%에 비해 현격하게 낮은 수준이다.

8) 한국은행, 해외경제포커스 제2016-21호

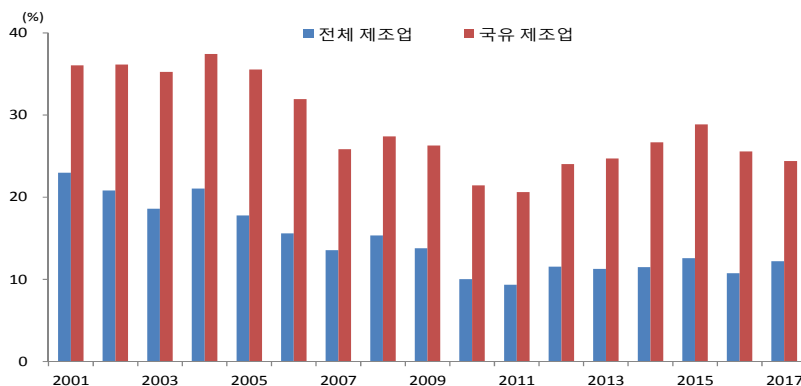
[그림 12] 주요국의 주식시가총액/GDP비율



자료: CEIC

또한 기업의 수익성이 저하되면 내부자금 조달이 어려워져 기업부채가 지속적으로 증가할 수밖에 없다. 특히 국유기업의 수익성은 민간기업에 비해 상대적으로 낮고 적자기업 비중도 전체 제조업 평균을 크게 상회하는 것으로 나타났다. 전체 제조업의 적자기업 비중은 세계금융위기 이후 2011년 9.4%에서 2017년 12.2%로 증가한데 반해 국유 제조업의 적자비중은 동기간 20.6%에서 24.4%로 증가하였고, 동기간 민간제조업의 적자기업비중의 두 배 이상을 지속적으로 유지하였다.

[그림 13] 적자기업 비중(제조업 기준)



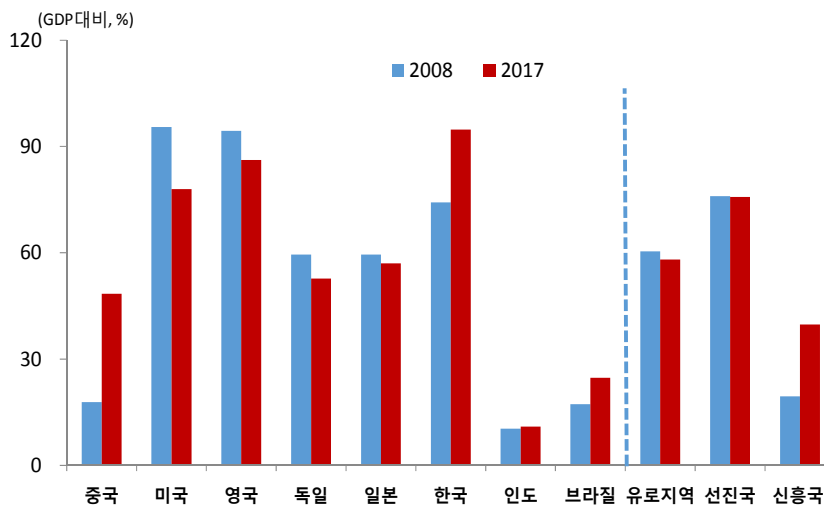
주: 1998~2010년 기간은 매출액 500만 위안 이상, 2011년부터는 2,000만 위안 이상의 기업을 주요 대상으로 한 통계 자료

자료: CEIC

나. 가계부채 증가 배경과 요인

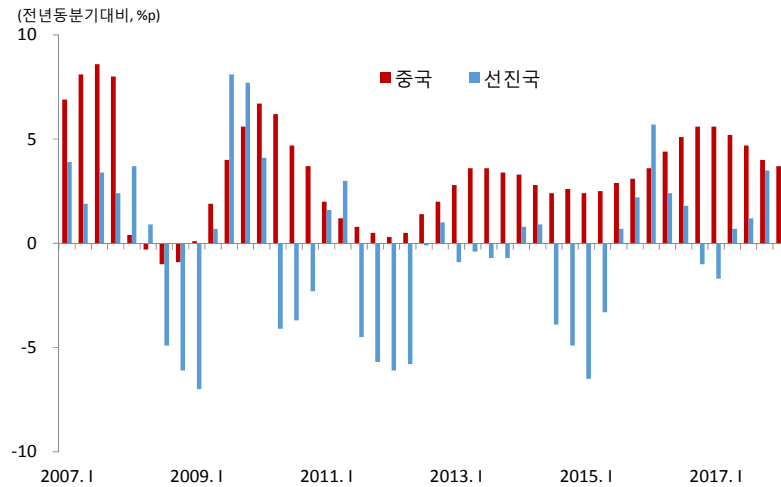
중국의 가계부채/GDP비율은 2017년 말 기준 48.4%로 주요 선진국에 비해 아직 낮은 수준이나 세계금융위기 이후 지속적으로 상승하였고, 최근 들어서는 증가세도 가팔라지고 있다. 선진국의 경우 GDP대비 가계부채 비율이 2008년 76.0%에 달했으나 부채조정과정을 거치면서 2017년 75.8%로 0.2%p 하락하였다. 그러나 중국의 가계부채/GDP비율은 동기간 17.9%에서 48.4%로 30.5%p 상승하여 주요국 중 가장 큰 폭으로 상승하였다. 특히 최근 3년간 가계부채/GDP비율은 전년대비 2015년 2.7%p, 2016년 4.7%p, 2017년 4.9%p로 증가세가 매년 가팔라지고 있다. 2008~2017년 기간 중 신흥국의 가계부채/GDP비율은 20.3%p 상승하였고, 주요 신흥국 중에는 한국이 동기간 가계부채/GDP비율이 20.6%p 증가하여 중국 다음으로 증가폭이 큰 것으로 나타났다.

[그림 14] 2008년과 2017년 중국과 주요국의 가계부채/GDP비율



자료: 국제결제은행(BIS) Total credit statistics

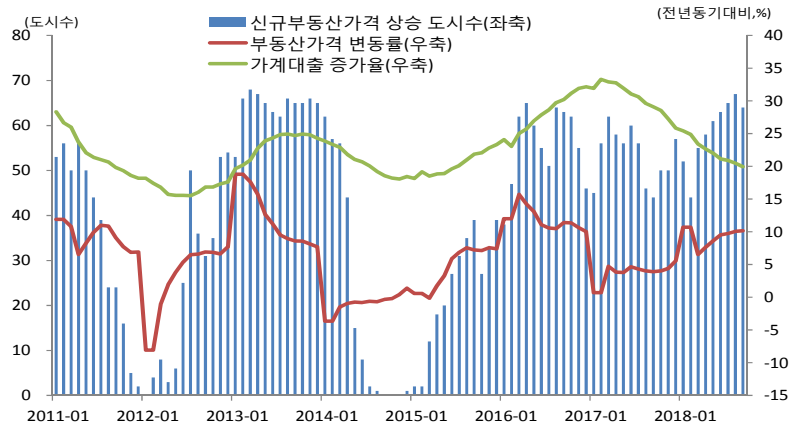
[그림 15] 중국과 선진국 가계부채/GDP비율의 전년대비 변동 추이



자료: 국제결제은행(BIS) Total credit statistics

중국 가계부채 증가는 낮은 대출비용과 부동산가격의 지속적인 상승에 따른 주택담보대출에 주로 기인하였다. 중국의 부동산가격은 풍부한 유동성과 낮은 금리를 바탕으로 지난 세계금융위기 이후, 유럽재정위기 이후, 그리고 2018년 들어 9월 현재까지 전년동기대비 9.3%의 높은 증가세를 기록하였다. 전체적으로 세계금융위기 이후 2009~2017년 중 중국의 전체 부동산가격은 연평균 8.1%의 높은 상승률을 기록한 것으로 나타났다. 은행 대출금리(1년만기)는 2008년 7.0% 수준이었으나 금융위기 이후 2009년과 2010년 각각 5.3%, 5.4%로 하락한 이후 2012년 6.3%까지 상승하였다가 2013년 대출금리 자유화 실시 이후에는 2017년 4.4% 수준으로 하락하였다. 위와 같은 부동산 경기활황과 대출금리 하락에 기인하여 가계 대출 및 주택담보대출도 20%이상의 높은 증가세를 보였다.

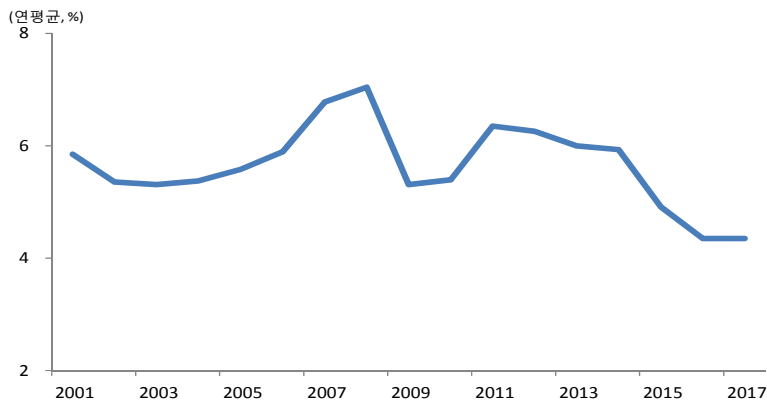
[그림 16] 중국 부동산가격과 가계대출 증가율 추이



주: 신규부동산가격이 상승한 도시수는 중국 주요 70개 도시 중 전기대비 부동산
신규부동산가격이 상승한 도시수를 나타냄

자료: CEIC

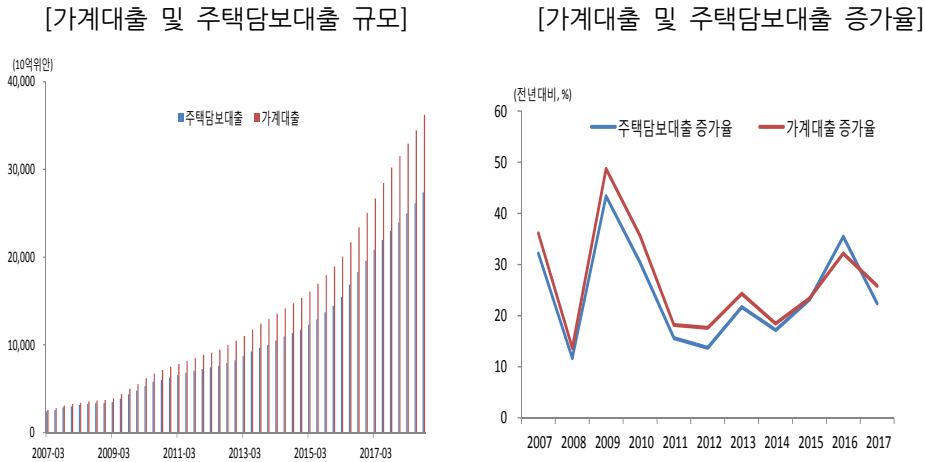
[그림 17] 중국 대출금리 추이(1년만기)



자료: CEIC

가계대출 규모는 2017년 말 기준 31.5조위안으로 전체 가계부채 40.0조위안의 78.9%를 차지하고 있으며, 그 중 주택담보대출은 24.0조위안으로 가계대출의 76.0%, 전체 가계부채의 59.9%를 차지하고 있는 것으로 나타났다. 낮은 이자율과 부동산 경기활황에 따른 높은 주택가격은 주택구매에 더 많은 대출이 필요하였고 이를 뒷받침하는 담보물의 존재를 동시에 의미하였다.

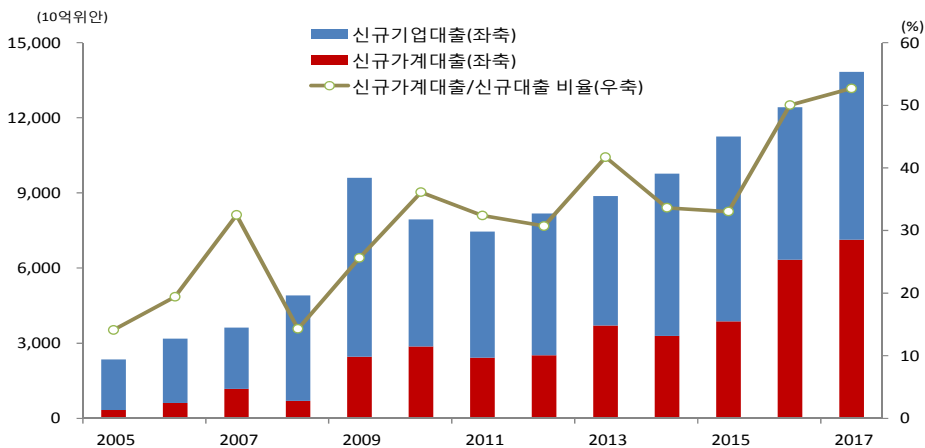
[그림 18] 중국의 가계대출 및 주택담보대출 추이



자료: CEIC

신규대출 기준으로 보면 전체 신규대출에서 가계대출이 차지하는 비중이 최근 들어 더욱 급격히 증가하고 있다. 전체 신규대출에서 가계대출이 차지하는 비중은 2008년 14.3%로 기업대출에 비해 상대적으로 작은 비중을 차지했으나 2010년 36%대로 급등하였고 2017년에는 전체 신규대출액 13.5조 위안 중 가계대출이 차지하는 비중이 52.7%에 달하는 것으로 나타났다.

[그림 19] 신규대출 및 신규가계대출 추이

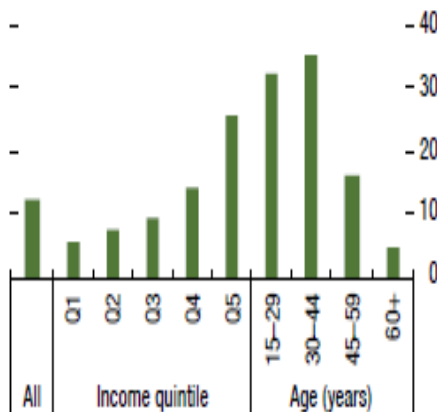


자료: CEIC

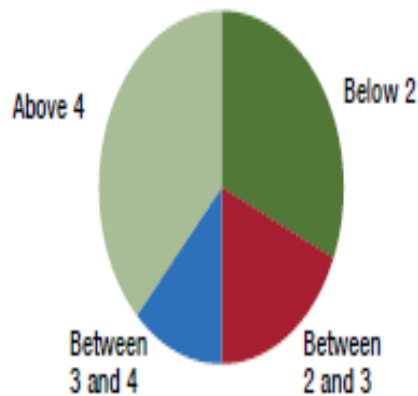
국제통화기금(IMF)이 지난 10월 세계금융안정보고서에서 발표한 중국 가계부채의 소득분포별 특징에 대한 분석 결과에 따르면⁹⁾, 중국 가계의 90%가 주택을 소유하고 있으며, 주택은 가계총자산의 2/3 이상을 차지하고, 가계부채의 상당부분을 주택담보대출이 차지하고 있는 것으로 나타나고 있다. 소득분위별로 보면 상위 5분위(20%), 연령별로 보면 30~44세 연령층의 주택담보대출 참여율이 가장 높게 나타나고 있다. 반면 저소득가계의 주택담보대출 참여율은 중국의 경제발전과 금융개발 수준을 반영하여 아직 낮은 수준인 것으로 나타났다. DTI(debt-to-income) 비율도 모든 소득계층에서 증가하였으며, 특히 저소득 계층에서 빠르게 증가하고 있는 것으로 나타났다. DTI 비율이 400%이상인 가계가 전체 가계부채의 1/3을 차지하고 있어 이들 가계의 재무건전성이 악화될 경우 비록 가계대출이 은행의 전체 자산에서 차지하는 비중이 선진국에 비해 낮은 수준이라 할지라도 금융부문과 전체 거시경제에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 크다 할 것이다.

[그림 20] 중국 가계의 소득분위별, 연령별 주택담보대출참여율 및 DTI 분포

[소득분위별 및 연령계층별 주택담보대출]



[가계의 DTI 배율 분포]



자료: IMF, Global Financial Stability Report(2017. 10) Fig. 2.2.1에서 재인용

9) IMF, Global Financial Stability Report(2017. 10) Box 2.2(p. 73)

다. 민간부채 급증에 따른 잠재적 위험 요인 및 경제적 영향

중국 경제가 과도한 부채로 인해 장기적 저성장에 빠지거나 미국의 서브프라임 사태처럼 금융위기로 발전할 수 있다는 우려는 지난 2015년부터 제기되기 시작하였다. 마이클 페티스 북경대 교수는 중국경제가 부채로 인해 2020년경에 경기침체에 빠지고 일본식 장기 저성장의 가능성도 적지 않다고 지적하였다.¹⁰⁾ 케네스 로고프 하버드대 교수는 뉴욕타임지에 기고한 글에서 중국경제가 과도한 부채 위험으로 경착륙 가능성이 높다고 주장하였다.¹¹⁾ 조너던 앤더슨¹²⁾은 중국의 부채의존형 경기부양이 한계에 직면하였고 과도한 부채 급증이 은행권 부실화를 초래하여 중국 경제가 ‘민스키 모멘트(Minsky Moment)’¹³⁾에 직면하고 있다고 경고하였다. 반면 일부에서는 높은 총저축률이 기업투자로 연결되어 경제성장을 견인하고 기업 이익을 발생시키는 지속가능한 상황이라고 보는 시각도 존재한다. 중국의 국내총저축률은 2016년 기준 46.4%로 일본(26.1%), 한국(36.1%), 미국 (18.3%), 인도(31.3%) 등 주요국에 비해 아직 높은 수준이기 때문이다.

현실적으로 기업의 수익성이 크게 악화될 경우 한계기업을 중심으로 기업부채가 부실화되고 관련 금융기관의 재무건전성이 악화될 가능성이 있다. 특히 대내외 충격으로 경기둔화가 지속되고 대외수출여건이 악화될 경우에는 수출 제조업, 지방 국유기업의 수익성 악화되어 부도위험에 직면할 가능성이 있는 것이다. IMF는 중국 기업부채와 관련된 보고서¹⁴⁾를 통해 기업부채 증가가 관련 금융기관의 부실로 이어질 가능성을 줄이기 위해서는 단기적으로 나타날 수 있는 부작용을 감수하고 지속가능한 성장을 위해 선제적이고 적극적인 정책이 요구된다고 주문하고 있다.

성장이 둔화되고 저물가 기조가 지속되면 기업의 채무부담이 가중되어 중소기업을 중심으로 부도위험이 크게 상승한다. 특히 중앙정부가 아닌 지방정부나 시에

10) Pettis, M, “The Growth Rate in Investment Is Going to Collapse,” CFA Conference(2015)

11) New York Times, “A Warning on China Seems Prescient’ (2015. 8. 25)

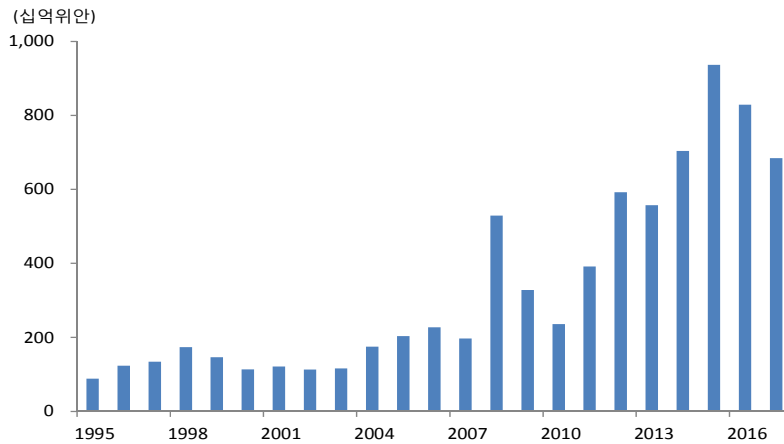
12) Anderson, J, “China’s Impending Minsky Moment,” China Economic Quarterly, Vol. 20, 1(2016. 3)

13) 민스키 모멘트(Minsky Moment)란 미 경제학자 하이먼 민스키의 금융 불안정성 가설에 근거한 이론으로 과도한 부채 확대에 의존한 경기부양 후 채무자가 부채조정을 위해 건전한 자산까지 매각하기 시작하면서 자산버블이 붕괴되고 금융위기가 시작되는 시점을 말함

14) Maliszewski, W. and et. al, “Resolving China’s Corporate Debt Problem,” IMF working paper No. 16/203, IMF(2016)

최근에는 2013년부터 제조업 부문의 수익성지표가 크게 악화되고 있으며 적자 제조업의 손실규모도 금융위기 이후 크게 상승하는 양상을 보이고 있다. 제조업 매출액 증가율은 최근 3년간 연평균 0.8%로 둔화되었고, 특히 국유 제조기업은 동기간 연평균 -8.1%로 부진하였다. 제조업 영업이익은 2014년 감소세로 전환되어 최근 3년간 연평균 0.2% 증가에 머물렀으며 국유제조업의 경우 2013년부터 급격히 감소하기 시작해 2013~2016년 기간 중 연평균 17.8% 감소하다 2017년에야 전년대비 28.4% 증가한 것으로 나타났다. 적자기업의 총손실규모도 금융위기를 기점으로 크게 증가하기 시작해 2015년 9,367억 위안까지 증가하다, 최근 2년간 감소하기 시작하여 2017년 6,844억 위안 수준을 기록하였다.

[그림 22] 적자기업의 총손실규모 추이(제조업기준)

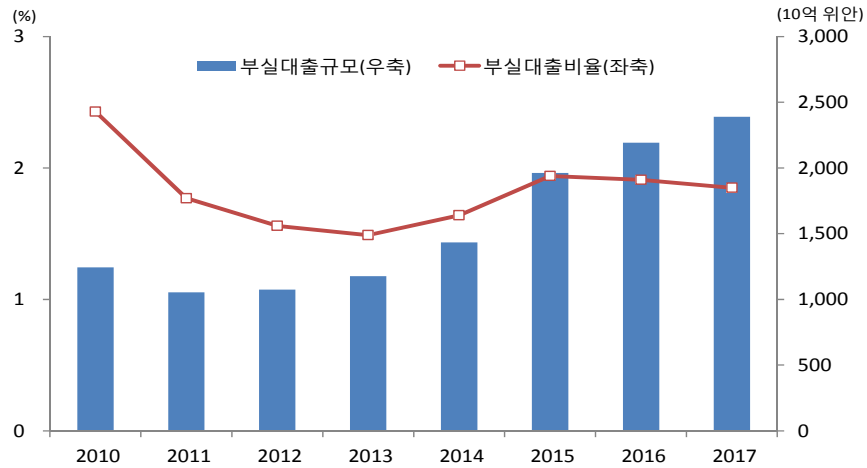


자료: CEIC

기업부채 증가에 따른 은행권의 부실대출비율(NPL ratio)은 현재까지 대체로 낮은 수준이나 2013년 1.49%에서 2015년 1.94%로 증가하였고 2017년에는 1.85%로 소폭 하락하였다. 은행권 전체 부실대출규모는 2013~2017년 기간 중 연평균 17.8%로 빠르게 증가한 것으로 나타났다. 상업은행의 부실대출규모는 더욱 가파르게 증가하여 2013~2017년 기간 중 연평균 29.0% 증가한 것으로 나타났다. 하지만 주요 국제투자은행과 금융기관들은 실제 부실대출비율이 공식통계치보다 높은 5~10% 수준이 될 것으로 추정하고 있다.¹⁵⁾ 국제통화기금(IMF)은 중국 은행들의 부실채권 비율이 15%에 이를 것으로 보고 있다. 이와 같이 중국 당국의 공식적인 부실대출비율과 IMF의 추정치가 큰 차이를 보이는 것은 중국 당국은 손실이 발생할 것으로 은행이 판단한 것만 부실채권으로 간주하지만 IMF는 90일 이상 연체된 모든 채권을 부실채권으로 판단하고 있기 때문이다. 주요 업종별로 보면 상업은행의 부실대출비율은 2016년 기준 도소매업(4.7%), 제조업(3.9%), 농림어업(3.6%) 순이며, 부실대출규모는 제조업(33.2%)과 도소매업(29.9%) 순이었다.

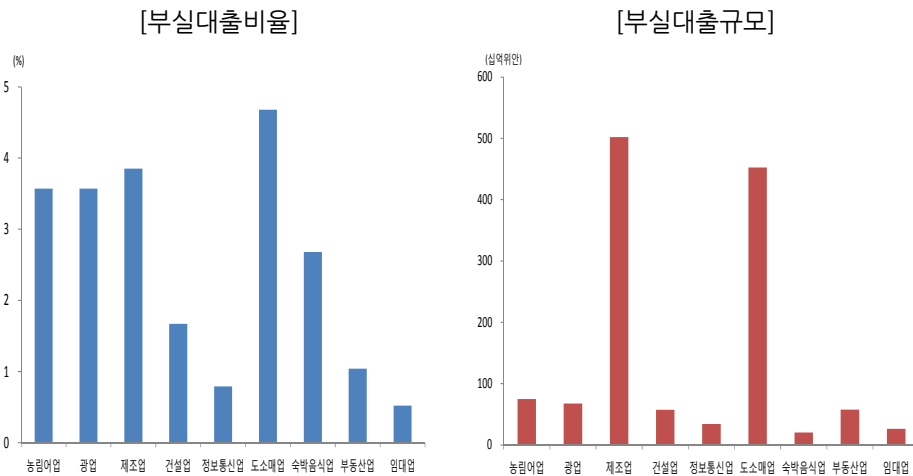
15) IMF 6%, 골드만삭스 8~9%, BNP는 9%로 각각 추정

[그림 23] 은행 부실대출규모 및 부실대출비율(NPL Ratio)



자료: CEIC

[그림 24] 주요 업종별 부실대출비율과 부실대출규모(2016년 기준)

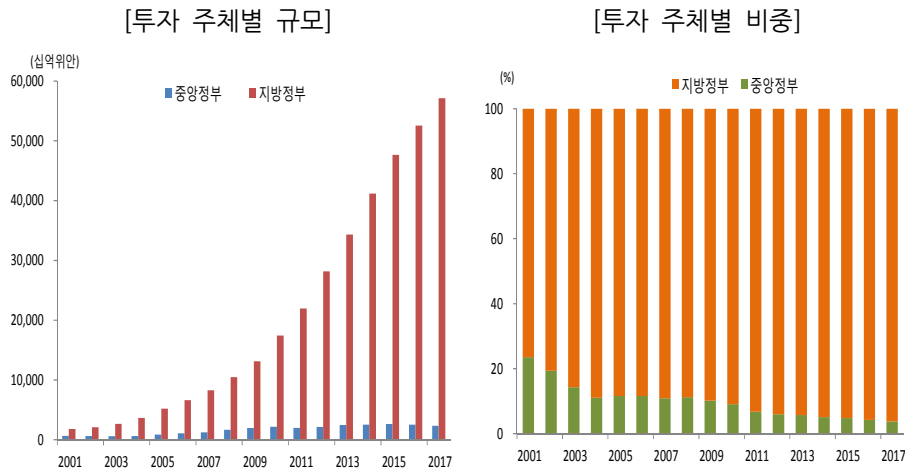


주: 전체 은행권 부실대출의 64.9%를 차지하는 상업은행(commercial bank)의 부실대출 자료임

자료: CEIC

주목할 만한 점은 대부분의 투자사업이 지방정부를 대신하여 지방 국유기업을 통해 이루어지고 있어 지방 국유기업이 부실화될 경우에는 지방정부의 재정상황이 악화될 위험이 있다는 점이다. 2017년 기준 전체 고정투자액 63.2조위안 중 지방정부의 투자사업이 60.8조위안(96.3%)을 차지하고 있는 것으로 나타났다.

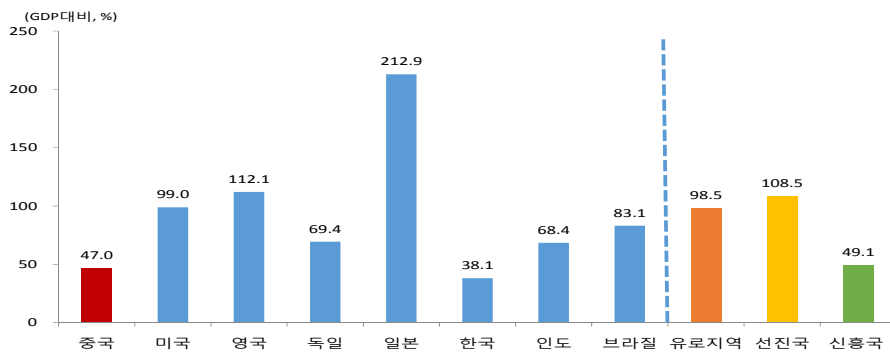
[그림 25] 투자사업 주체별 규모와 비중 추이



자료: CEIC

그러나 이로 인해 중국 정부재정의 건전성이 크게 악화될 위험은 제한적인 것으로 보인다. 현재까지 중국의 재정지표는 양호한 수준을 유지하고 있어 일부 국유기업의 부실과 도산에 따른 위험은 정부가 관리 가능한 상황인 것으로 평가되기 때문이다.¹⁶⁾ 중국 정부부채의 GDP대비 비율은 2017년 말 기준 47.0%로 신흥국 평균(49.1%)보다 소폭 낮은 수준이며, 일본(212.9%), 영국(112.1%), 미국(99.0%) 등 선진국에 비해 크게 낮고, 브라질(83.1%), 인도(68.4%) 등 신흥국에 비해서도 낮은 수준이다.

[그림 26] 주요국의 정부부채/GDP 비율(2017년 말 기준)



자료: 국제결제은행(BIS) Total credit statistics

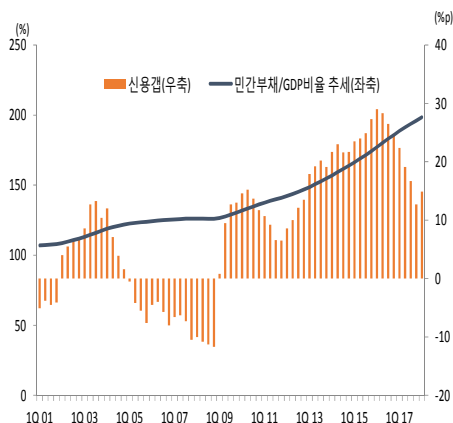
16) 한국은행, 해외경제포커스 제2016-21호

최근 주요 국제금융기관들은 급증하는 기업부채가 중국 경제의 주요 위험 요인으로 부상하고 있다고 지적하고 이에 대한 우려를 제기하고 있다. 국제통화기금(IMF)은 2016. 8월 연례보고서에서 중국이 조속히 기업부채 문제를 해결해야 한다고 권고하였다. 또한 기업부채 해결방안으로 국영기업에 대한 정부지원 제한, 한계기업의 구조조정, 실업자 지원 등을 제안하였다.

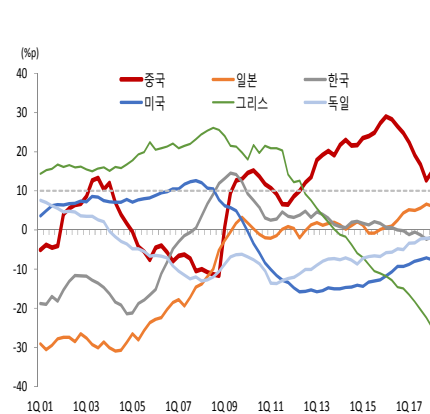
국제결제은행(BIS)은 중국 민간부채의 신용갭은 주요국 중 유일하게 2016년 3월에는 29.0%로 국제결제은행이 경고하는 위험수준(10%)의 3배에 이르는 높은 상태에 도달했다고 경고하고 있다. 신용갭(credit-gap)은 민간신용의 GDP대비 비율의 추세치와 실제치와의 격차를 나타내며 경기 대응적인 완충자본(capital buffer)의 지표로 사용하고 있다. 즉, 신용갭이 커질수록 경기여건이 악화되는 충격이 발생할 경우 이에 대응한 자금조달력이 저하되어 신용위기를 가져올 수 있는 가능성도 커진다는 것이다. 중국 기업과 가계의 민간부채/GDP비율은 2016년 2/4분기에는 208.4%로 장기 추세치(180.2%)보다 29.0%p 높은 수준까지 확대되었다가 점차 축소되었고 2018년 1/4분기 민간부채/GDP비율은 213.4%, 신용갭은 14.9%p를 기록하였다. 반면 미국, 한국, 그리스 등은 세계 금융위기와 유럽재정위기를 전후하여 10%이상을 상회하였으나 부채조정 과정을 거치면서 현재는 모두 10%를 큰 폭으로 하회하고 있다.

[그림 27] 중국 및 주요국의 민간부채/GDP비율의 신용갭

[중국 민간부채/GDP비율의 추세 및 신용갭]



[주요국의 신용갭]

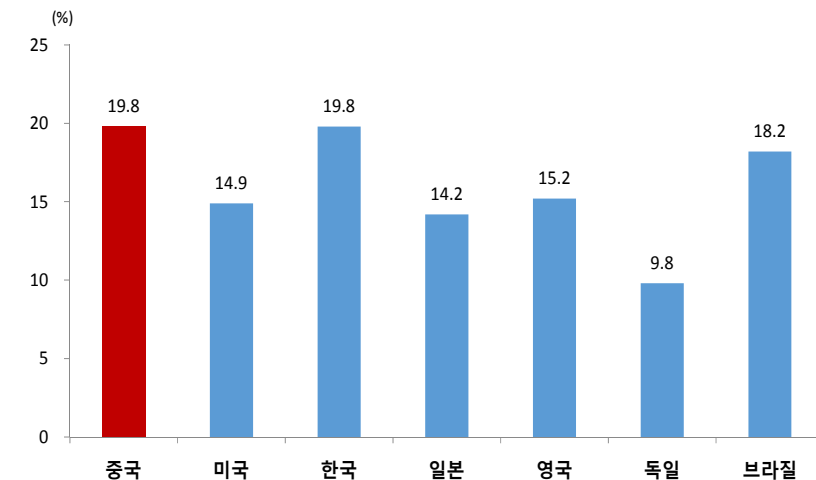


주: 신용갭 = 실제민간신용/GDP비율 - 장기추세치(HP필터)

자료: 국제결제은행(BIS)(2018. 11월 추정치 기준)

민간 부채비율의 증가로 금리변동에 따른 민간의 취약성이 증가하고 채무상환 능력이 떨어지는 채무자에게 부담으로 작용할 수 있으며, 경색적인 자금 사정이나 금융여건, 경기둔화에 따른 민간 재무상태의 민감성이 크게 증가할 수 있다. 중국의 2017년 말 기준 민간부채 채무상환비율(debt service ratio)¹⁷⁾은 19.8%로 가계와 기업소득의 20%정도를 채무상환비용으로 지출하고 있으며, 이는 주요 선진국에 비해 높은 수준인 것으로 나타났다. 주요국 중에는 한국(19.8%)과 브라질(18.2%)이 중국과 비슷한 수준의 채무상환비율을 나타내고 있다. 그러나 2008년 금융위기 이후 증가폭은 주요국과 비교해 현저히 큰 것으로 나타났다. 2008년 중국 민간부채의 채무상환비율은 11.7%로 미국(17.5%), 일본(16.0%), 영국(20.0%) 등 선진국에 비해 낮은 수준이었으나 기업부채와 가계부채가 빠르게 증가하면서 대출금리 하락에도 불구하고 2017년 19.8%로 큰 폭(8.1%p) 증가한 것이다. 이는 주요 선진국 민간부채 채무상환비율이 동기간 감소한 것과는 대조되는 흐름이다. 동기간 미국(-2.6%p), 일본(-1.8%p), 영국(-4.8%p), 한국(-1.1%p), 브라질(-2.7%p) 등 주요국의 채무상환비율은 모두 감소하였다.

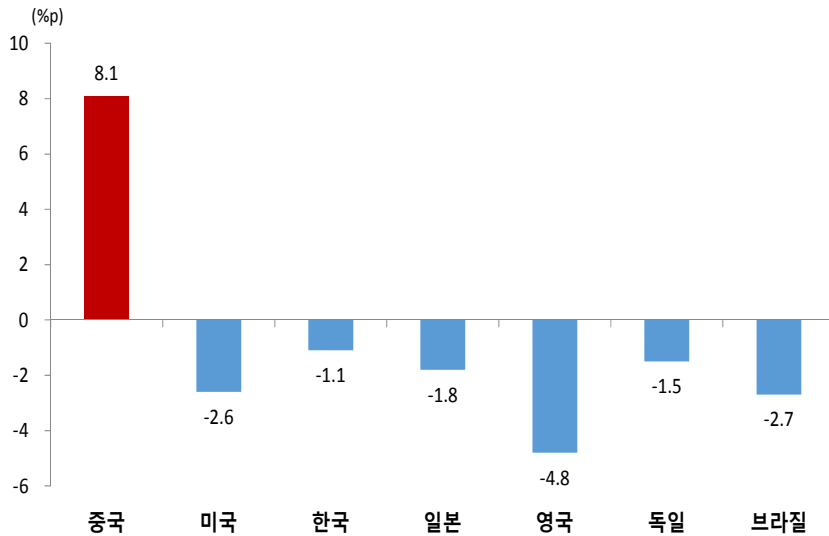
[그림 28] 주요국 민간부채 채무상환비율(DSR, 2017년 말 기준)



자료: 국제결제은행(BIS) Debt service ratio

17) 채무상환비율(Debt service ratio)은 이자와 원금에 대한 할부상환액이 소득에서 차지하는 비율

[그림 29] 주요국 민간부채의 채무상환비율(DSR) 변동폭(2008~2017년 기간)



자료: 국제결제은행(BIS) Debt service ratio

민간부채의 급속한 증가는 중국의 국가신용등급과 개별기업의 신용등급에도 부정적인 영향을 미치고 있다. 이는 결과적으로 자금조달비용을 증가시키고 금융시장 불안요인으로 작용할 수 있다. 최근 국제신용평가사인 무디스가 중국의 국가신용등급을 지난 2017년 5월 기준 Aa3에서 A1으로 한 단계 하향 조정한데 이어, 스탠다드앤amp;푸어스(S&P)도 9월 중국 국가신용등급(Long-term Sovereign Credit Rate)을 AA-에서 A+으로 한 등급 하향 조정하고 등급은 안정적(Stable)으로 제시하였다. 무디스는 중국 신용등급 하향의 이유로 앞으로 몇 년 동안 중국의 금융 건전성이 약화될 전망을 반영했다고 밝혔다. S&P는 1999년 이후 최초로 중국의 신용등급을 하향조정한 것은 정부의 노력에도 불구하고 2009년 이후 지속된 강한 신용증가세가 향후 2~3년간 여전히 높은 수준에 있을 것으로 예상되어 이로 인한 경제, 금융 부문의 위험을 반영한 것이라고 설명하였다. 뒤이어 S&P는 중국 21개 국유기업의 신용등급도 하향조정하였다. S&P는 이들 기업은 “대다수 경우, 중앙정부의 이례적 지원(extraordinary support)을 받을 가능성이 매우 크다”라며 이에 따라 이들의 신용등급은 중국 국가 신용등급에 따라 움직인다고 설명했다.¹⁸⁾ 민간기

18) 등급이 강등된 기업에는 중국석유화공(시노펙), 중국석유천연가스(CNPC), 차이나모바일 등이 포함됨.

업과 국유기업의 자금조달비용은 표면적으로는 큰 차이가 없으나 정부의 지급보증을 감안하지 않고 국유기업의 신용등급을 평가할 경우 신용등급이 현재에서 크게 하향조정해야 한다. 예를 들면 중국내 채권시장에서 정부지원을 고려하지 않은 독립적인 신용등급이 국영기업에 적용될 경우 현재 5%의 연간 채권이자율이 10%로 상승할 것으로 추정되었다.¹⁹⁾

최근의 실증분석 결과에 따르면 과도한 가계부채 증가는 단기적으로 경기활성화에 도움을 주지만 중기적으로 거시경제와 금융안정에 부정적인 영향을 미쳐 민간 소비를 둔화시키고 경제성장을 낮추는 효과가 있는 것으로 나타나고 있다.²⁰⁾ IMF는 Mian, Sufi, and Verner(2017)의 방법론에 근거하여 가계부채가 성장 및 고용에 미치는 영향을 분석하였다. 분석 결과에²¹⁾ 따르면 가계부채/GDP 비율의 증가는 단기적으로 경제성장과 민간소비에 긍정적으로 작용하지만 그 효과는 3~5년 안에 부정적으로 역전되는 것으로 나타났다. 패널회귀분석 모형을 이용하여 전체 73개국 자료로 가계부채/GDP비율의 증가가 0~6년 간 후의 실질GDP성장률, 소비, 실업에 미치는 영향을 각각 추정한 결과 당해연도의 성장과 민간소비, 고용에는 긍정적인 영향을 미쳤지만 이후에는 부정적으로 전환되는 것으로 추정되었다. 그러나 중국과 같은 신흥국의 경우에는 단기적인 긍정적 영향이 선진국에 비해 적은 대신 중기적인 부정적 영향도 적게 나타났다. 이는 신흥국의 경우 상대적으로 선진국에 비해 가계부채/GDP비율의 절대적 수준이 낮기 때문인 것으로 설명하였다.

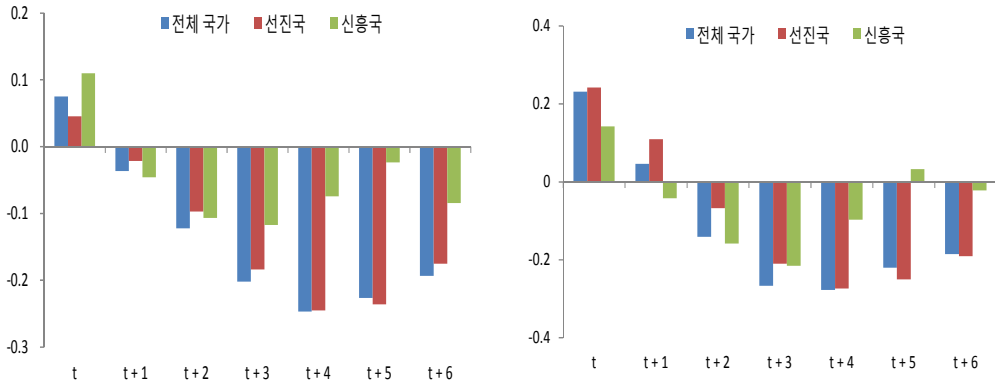
19) The Economist, "China's corporate debt: State of grace"(2016. 11. 19)

20) Lombardi, Marco, M. Mohanty, and I. Shim, "The Real Effects of Household Debt in the Short and Long Run," BIS Working Paper 607, BIS(2017),

Mian, Atif, Amir Sufi, and Emil Verner, "Household Debt and Business Cycle Worldwide," Quarterly Journal of Economics, forthcoming(2017) 참조

21) IMF, "Household debt and financial stability," Global Financial Stability Report, Chap. 2(2017. 10)

[그림 30] 민간부채/GDP비율 증가가 경제성장 및 소비에 미치는 영향
[실질GDP성장에 미치는 영향] [민간소비에 미치는 영향]

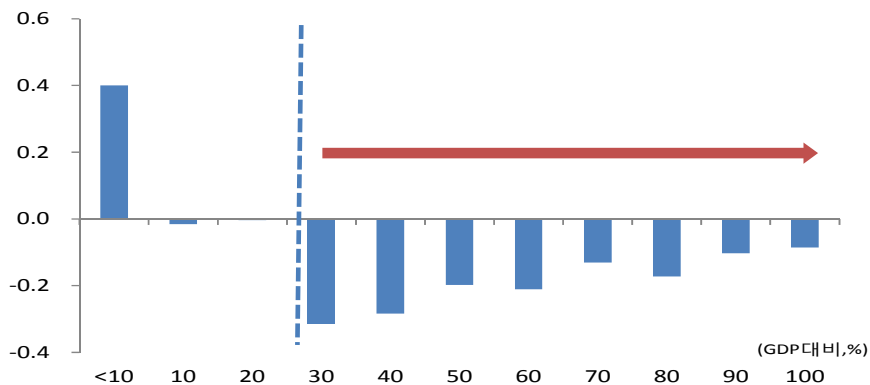


주: 패널회귀분석을 이용하여 다른 변수를 통제한 후 가계부채/GDP비율 증가가 0~6년 이후의 성장률 및 민간소비에 미치는 영향을 추정한 결과임.

자료: IMF, Global Financial Stability Report(2017. 10) Fig. 2.5 재구성

가계부채/GDP비율이 일정 수준 이상 도달했을 때 미래 성장에 미치는 임계치 효과(threshold effect)를 추정한 결과 가계부채/GDP비율이 30%를 초과했을 때 음(-)으로 전환되는 것으로 나타났다. 중국의 가계부채/GDP비율은 2013년 1/4분기 30%를 넘어서 가파르게 증가하였고 2017년 1/4분기 현재 45.5%를 기록하고 있다.

[그림 31] 가계부채/GDP비율 수준이 실질GDP성장에 미치는 임계치(threshold) 효과

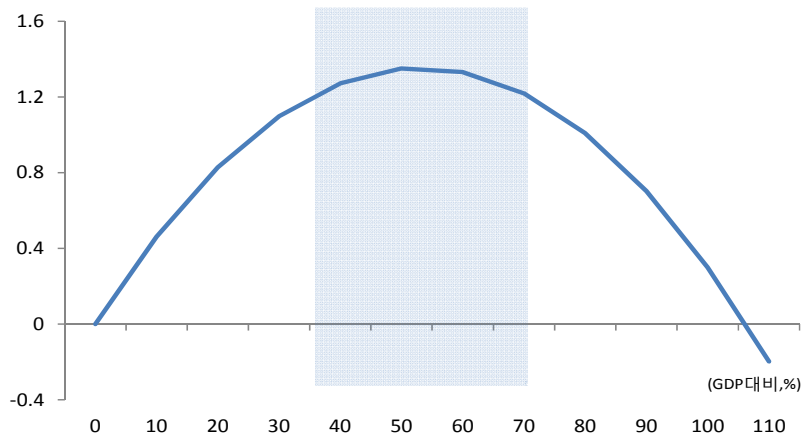


주: 패널회귀분석을 이용하여 가계부채/GDP비율이 일정수준 이상일 때 성장에 미치는 임계치효과를 추정한 결과임

자료: IMF, Global Financial Stability Report(2017. 10) Fig. 2.5 재구성

과거 주요 선행연구는 장기적으로 가계부채/GDP비율이 경제성장에 미치는 영향은 긍정적인 것으로 분석하고 있다. 금융기관이 고도화되고 금융부문이 발전하면 성장을 촉진시키는 투자에 필요한 자금조달이 용이해지고 가계가 필요한 신용을 보다 효율적으로 조달할 수 있어 장기적으로 경제성장을 촉진시키는 영향을 주는 것으로 보고 있는 것이다.²²⁾ 그러나 최근의 IMF와 다른 연구결과²³⁾에 의하면 일정 수준 이상의 과도한 부채수준은 장기적인 성장에 부정적인 영향을 주는 것으로 분석하고 있다. 과도한 부채는 과도한 위험감수와 레버리지로 자산시장의 활황과 붕괴 주기를 갖게 하여 결과적으로 낮은 경제성장을 가져올 수 있다는 것이다. Shiller(2005)는 과도한 신용이 인적자본을 생산적인 부문에서 금융부문으로 이동시켜 성장을 저해할 수 있다고도 하였다. IMF는 가계부채/GDP비율이 36~70%일 때 장기적인 경제성장에 가장 긍정적인 영향을 미친다고 분석하였다. 또한 가계부채/GDP비율이 100%를 초과할 경우에는 오히려 장기적 경제성장에 부정적으로 작용하는 것으로 추정하였다.

[그림 32] 가계부채/GDP비율이 장기성장에 미치는 영향



자료: IMF, Global Financial Stability Report(2017. 10) Fig. 2.1.1 재구성

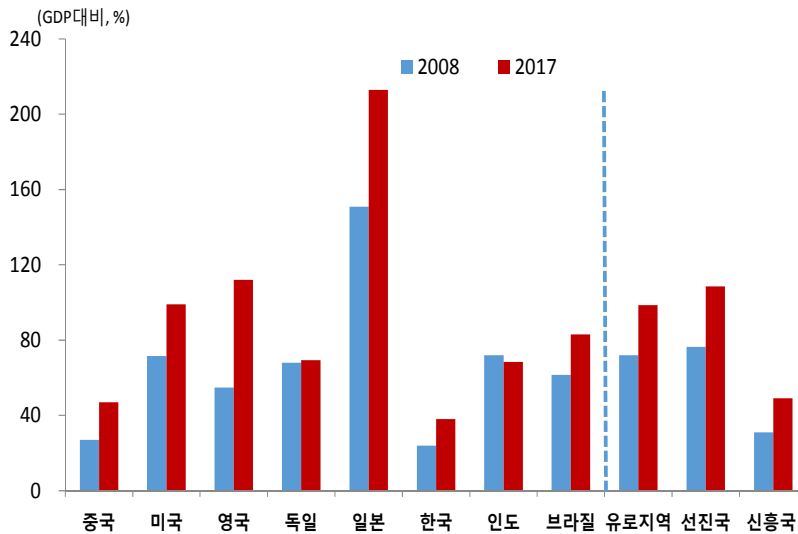
22) Beck, T. and Ross Levine, "Stock markets, banks, and growth: panel evidence," Journal of Banking and Finance 28(2004), Levine, R., "The legal environments, banks, and long-run economic growth," Journal of Money, Credit, and Banking 30(1998)

23) Sahay, R. et. al, "Rethinking financial deepening: stability and growth in emerging markets," IMF staff discussion note 15/08(2015)

3. 정부부채 증가배경 및 잠재적 위험요인

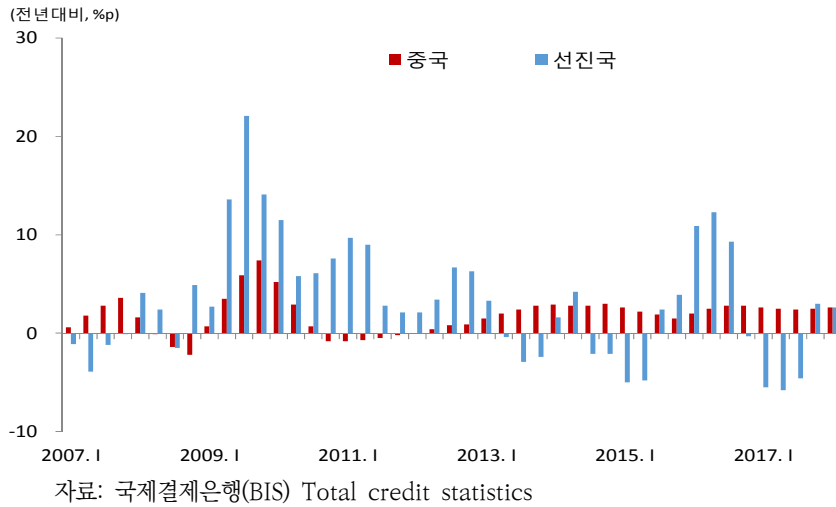
중국의 정부부채는 주요 선진국에 비해 아직 낮은 수준이며, 세계금융위기 이후에도 비교적 소폭으로 증가하였다. 중국의 GDP대비 정부부채는 2017년 말 기준 47.0%로 미국(99.0%), 영국(112.1%), 일본(212.9%), 독일(69.4%) 등 주요 선진국에 비해 낮은 수준이다. 또한 선진국 정부부채의 GDP대비 비율이 2008년 76.4%에서 2017년 108.5%로 32.1%p 증가한데 반해 중국의 경우 동기간 27.1%에서 47.0%로 19.9%p 증가하는데 그쳤다. 미국, 일본, 유로지역 등 주요 선진국들은 세계금융위기 이후 제로에 가까운 정책금리로 통화정책의 여력이 소진되면서 적극적인 재정 확대 정책을 펼 결과 정부부채가 빠르게 증가하였다. 그러나 중국은 국유기업 중심의 적극적인 투자확대 정책으로 경제성장을 견인하면서 상대적으로 완만한 정부부채 증가세를 유지할 수 있었다.

[그림 33] 2008년과 2017년 중국과 주요국의 정부부채/GDP비율



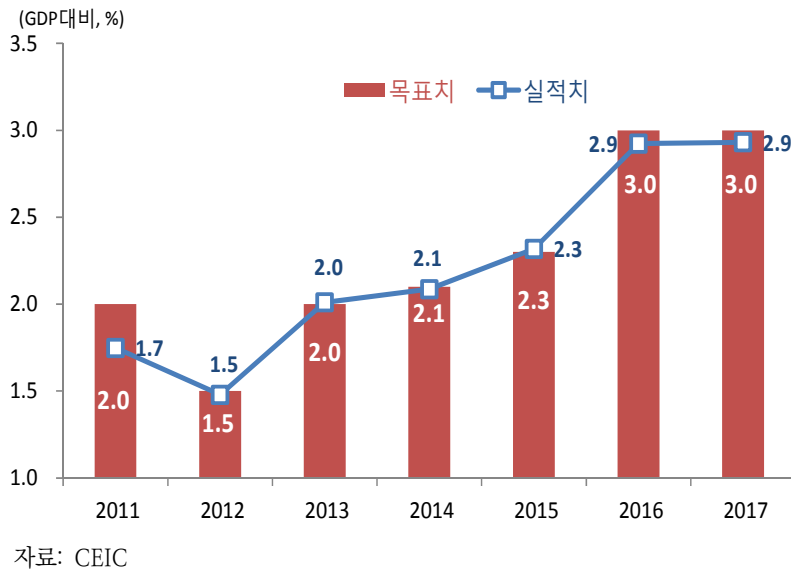
자료: 국제결제은행(BIS) Total credit statistics

[그림 34] 중국과 선진국의 정부부채/GDP비율의 전년대비 변동 추이



중국의 경우에는 금융위기 기간 중 재정적자 규모를 확대하다 2012년까지 비교적 긴축적인 재정기조를 유지하였으나, 2013년 이후에는 경기안정화 정책의 일환으로 확장적인 재정정책기조를 유지하여 왔다. 재정적자규모는 2011년 GDP대비 1.5%(0.9조위안)에서 점차 확대되어 2017년에는 2.9%(2.4조위안)을 기록하였다.

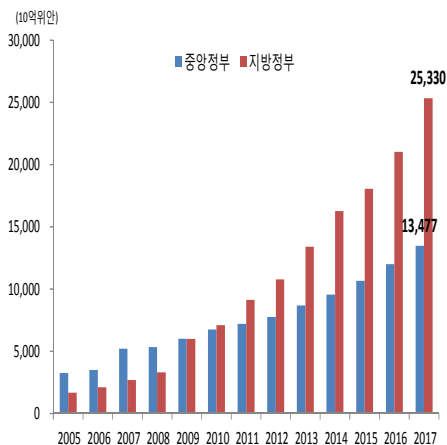
[그림 35] 정부재정적자/GDP비율의 목표치 및 실적치



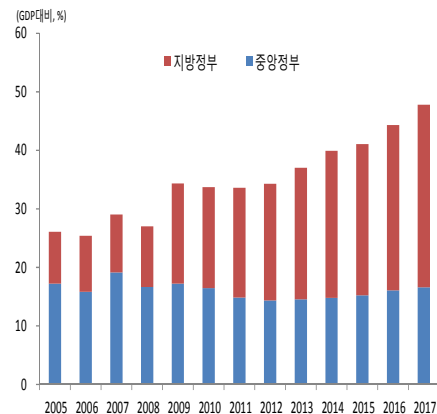
중국 정부부채를 중앙정부와 지방정부로 구분해보면, 2017년 전체 정부부채 38.8조위안 중 중앙정부 부채가 13.5조위안, 지방정부 부채가 25.3조위안으로 구성되어 있다. 지방정부 부채는 2009년까지는 중앙정부 부채를 하회하였으나, 이후 빠르게 증가하여 2017년에는 중앙정부 부채의 2배에 근접한 수준까지 증가하였다. 이는 세계금융위기 이후 지방정부를 중심으로 경제성장을 견인하기 위하여 건설투자를 지속적으로 확대한 데 기인한 것이라 할 수 있다. 또한 지난 1994년 세계개혁의 영향으로 지방정부의 조세수입은 감소하고 지출은 증가하는 구조가 지속되면서 지방정부의 재정적자가 심화되었기 때문이기도 하다. 중국정부는 지난 1994년 세계개혁을 통해 조세를 중앙세(국세), 지방세, 중앙-지방 공통세로 구분하는 분세제를 도입하였으며 지방조세수입의 상당부분을 중앙재정에 편입하여 지방정부에 대한 통제력을 강화하였다. 향후 지방 정부의 자금 조달 환경이 지속적으로 악화될 경우 금융위기 이후 중국 경제의 회복세를 견인해온 인프라 투자의 감소로 이어져 경제성장을 둔화시키는 요인으로 작용할 수 있을 것이다.

[그림 36] 중국 중앙정부와 지방정부의 부채규모 및 GDP대비 비율

[중앙정부와 지방정부의 부채규모]



[중앙정부와 지방정부 부채/GDP비율]

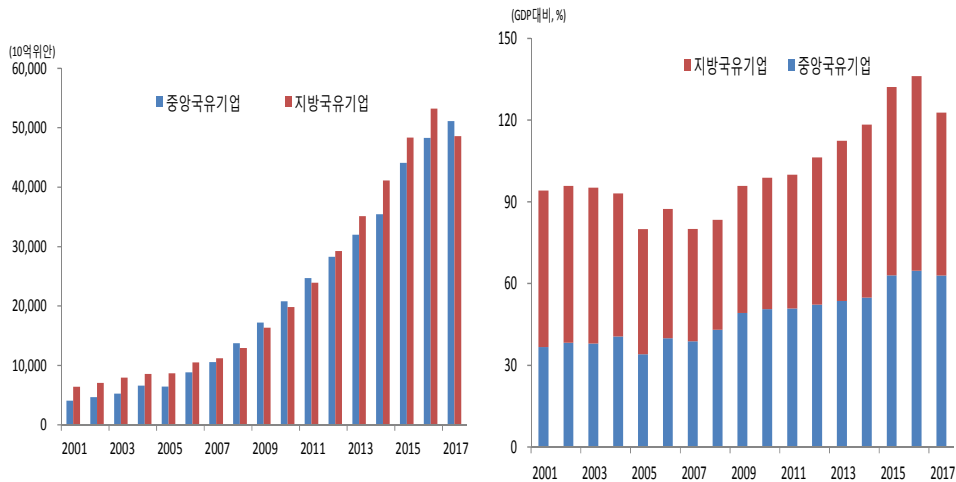


주: 지방정부부채는 BIS 정부부채와 CEIC 중앙정부부채 자료를 이용하여 자체계산
자료: CEIC

사회주의 경제체제의 특성상 정부가 암묵적으로 지급을 보증하는 국유기업의 부채를 고려할 경우 정부부채/GDP비율은 선진국과 비슷한 수준에 이미 도달했다

고 볼 수도 있다. 국유기업의 2017년 부채규모는 99.7조위안(중앙국유기업 51.1조, 지방국유기업 48.5조)으로 GDP대비 122.8%에 달하고 있다. 또한 2012~2016년 중에는 지방국유기업 부채규모가 중앙국유기업 부채규모가 넘어서 빠르게 증가하는 양상을 보였다. 2017년 기준 중국 정부부채/GDP비율(47.0%)과 국유기업/GDP비율(122.8%)을 더한 부채/GDP비율은 169.8%이며, 이는 일본(212.9%)을 제외한 주요 선진국보다 높은 수준이다.

[그림 37] 중국 국유기업의 부채규모 및 GDP대비 비율
[국유기업 부채규모] [국유기업 부채/GDP비율]



자료: CEIC

4. 소결

중국의 기업부채 및 가계부채 급증이 금융기관 부실화와 금융 위기로 현실화될 가능성은 크지 않다하더라도 장기적으로 지속가능한 성장을 견인하고 경제에 미칠 부정적인 영향을 최소화하기 위해서는 강력한 금융 개혁이 필요한 시점인 것으로 보인다. 그러나 중국 당국이 지금 당장 긴축적인 재정 및 금융통화개혁으로 민간부채를 빠르게 조정하는 정책을 실행하기에는 어려운 대외 여건에 직면하고 있다고 판단된다. 인구고령화로 인한 생산가능인구 증가세 둔화, 수출·투자 중심의 성장전략

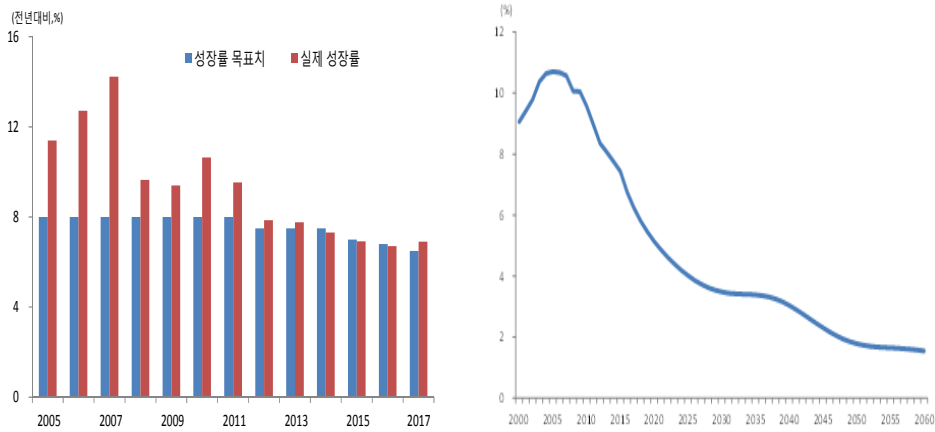
의 한계와 서비스업 및 내수 중심으로의 경제 체질 개선을 위한 전환기에 경제성장을 둔화가 불가피한 상황에서 급격한 경기둔화의 위험을 감수할 수 없는 상황이기 때문이다. 대외적으로는 트럼프정부 등장 이후 미국과의 무역분쟁이 격화되면서 불확실성이 확대되고 수출관련 제조업 업황도 악화되고 있다. 수출둔화에 따른 성장률 둔화의 충격을 적극적인 재정정책 및 완화적인 통화정책을 통한 내수부양을 통해 흡수해야 할 필요성이 커지고 있는 실정이다.²⁴⁾

중국의 잠재성장률(OECD(2014))은 지난 2011~2015년 중 연평균 8.1%, 2016~2020년 중 5.9%, 2021~2030년 중 4.0%로 하락할 전망이다. 중국 정부의 실질경제성장률 목표치도 2005~2011년 기간 중 8.0%에서 2012~2014년 기간 중 7.5%로 하향 조정되었고 2015년 7.0%, 2016~2020년 기간 중에는 6.5%로 수정되고 있다. 2014년과 2015년 실질경제성장률은 당국의 성장률 목표치를 하회하였다. 성장률 하락과 맞물려 실업문제를 해결하는 것도 당면한 과제이다. 중국의 공식실업률(도시지역 등록실업률)은 세계금융위기 이후 4.3%까지 상승하였다가 지속적으로 하락하여 최근에는 4.0%를 하회하고 있는 것으로 나타나고 있으나, 등록실업률이 가지고 있는 여러 가지 한계로 말미암아 실질적인 중국의 불완전 고용률은 공식실업률을 크게 상회할 것으로 예상된다.²⁵⁾ 이와 같은 여건 하에서 급속한 민간부채 조정으로 인한 신용위축은 투자와 소비둔화로 인한 경기침체로 이어질 가능성이 크다.

24) 중국 당국은 미국의 연이은 추가관세부과 발표에 따른 부정적 영향을 내수부양을 통해 흡수하기 위해 8.30일 감세방안을 발표하였고, 9.7일에는 소득세 공제항목 확대방침을 발표

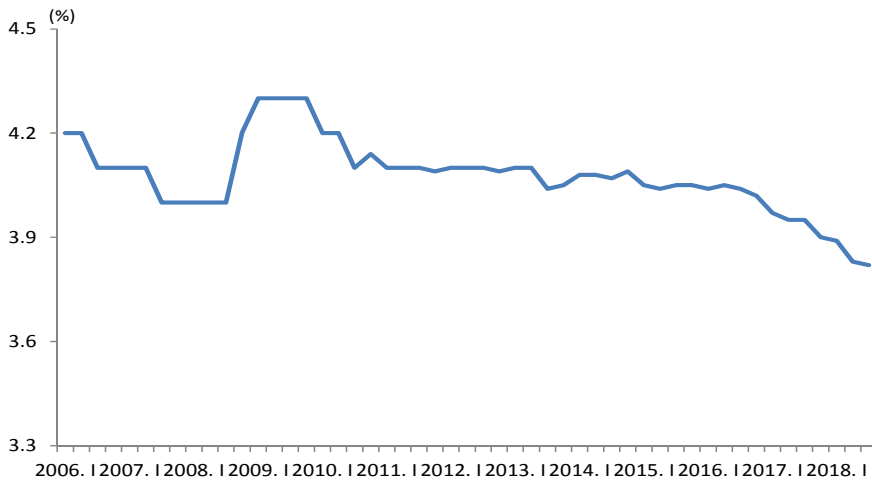
25) 등록실업률은 실업자로 등록된 실업자를 기준으로 한 실업률을 말한다. 그러나 까다로운 등록조건(비농업호구, 실업보험 가입 후 1년 이상 납부 등)을 충족시켜야 실업자로 등록할 수 있다. 즉, 농민 공이나 실업보험에 가입되지 않은 대학 졸업생은 등록대상이 아니다. 50세 이상, 임시직업이나 장애인도 실업자 등록을 할 수 없다. 베이징대 민생발전보고서에 따르면 중국의 실제 실업률은 등록 실업률의 두 배 이상일 것으로 추정하고 있다.

[그림 38] 중국의 실질경제성장률과 잠재경제성장률
[실질경제성장률과 정부 목표치] [잠재경제성장률 추이 및 전망]



주: 2016년 성장률 목표치는 전년대에서 제시한 목표치인 6.5~7.0%의 중간값임
자료: CEIC, OECD(2014)

[그림 39] 도시지역 등록 실업률

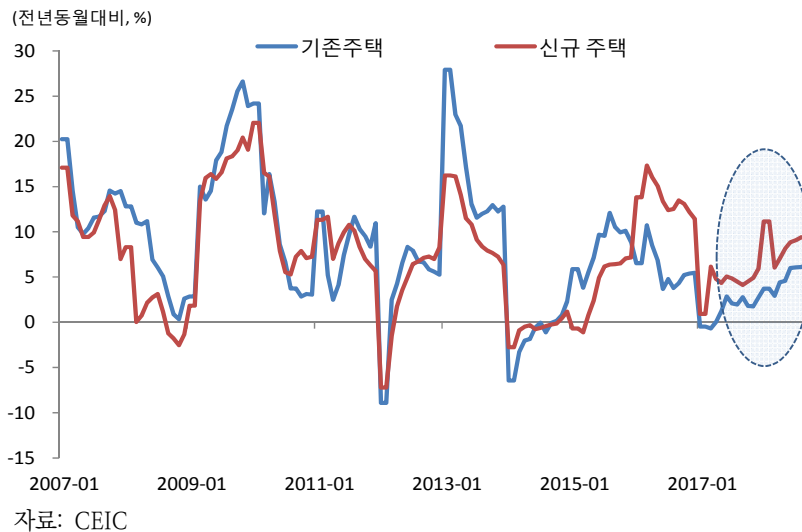


자료: CEIC

실물경제에 주는 부정적 영향을 최소화하면서 가계부채 조정이 이루어지기 위해서는 주택시장이 안정되어 주택가격상승률이 점진적으로 둔화되고 일정 수준을 유지하는 것이 중요할 것으로 보인다. 과거 자료를 살펴보면, 주택시장 활황으로

주택가격이 급등하고, 이로 인해 가계부채가 급증하는 경우 가계부채/GDP비율은 버블붕괴로 인해 실물경제가 위축되는 상황까지 지속되는 경향이 있기 때문이다. 중국의 주택가격은 2016년 신규주택을 중심으로 연평균 11.9%(신규주택 13.9%, 기존주택 6.0%)의 높은 상승률을 기록하다 2017년 전년동기대비 3.7%(신규주택 4.2%, 기존주택 1.3%)로 둔화된 것으로 나타났다. 그러나 2018년 들어 주택가격은 9월까지 전년동기대비 9.3% 상승(신규주택 8.9%, 기존주택 4.9%)하면서 다시 상승폭이 확대되고 있는 것으로 나타나고 있다. 부동산시장이 급락할 경우에는 관련 건설투자가 위축되면서 실물경기 둔화로 이어질 가능성이 크다. IMF는 중국의 주택시장 활황은 6년 이상 지속되고 있으며, 활황이 시작된 이래 실질주택가격은 20%이상 상승한 것으로 추정하였다. 이는 캐나다(40% 이상)와 호주(30% 이상)의 경우를 제외하면 가장 높은 누적 상승률이다.²⁶⁾

[그림 40] 중국의 주택가격상승률 추이



장기적으로는 시장 중심의 신뢰성 있는 신용평가 시스템 구축과 중국 정부의 국유기업 구조개혁 추진 성과 등이 기업부채 증가에 따른 위험을 해소하는 핵심 요소가 될 전망이다. 단기금융과 그림자금융 통한 자금조달 증가는 중국 은행의 취약성과 금융시스템 위험 증가를 초래한다. 따라서 위험관리와 은행 시스템의 투명성

26) IMF, Global Financial Stability Report, Chap. 1, 그림 1. 25 참조

을 제고하고, 그림자 금융의 만기 및 유동성 전환 위험의 누적을 줄이기 위한 정책적 노력을 지속해야 할 것으로 보인다.

구조 대상 기업을 선정하고 시장의 공정한 평가에 의해 자금조달이 이루어지기 위해서는 무엇보다도 신뢰성 있는 신용평가 시스템 구축이 필수적인 과제이기도 하다. 과잉생산설비 해소와 국유기업의 경영효율성 제고 등을 위한 구조조정 과정에서 일부 효율성이 떨어지는 기업을 중심으로 기업부채가 부실화되고 관련 금융기관의 재무건전성이 악화될 것으로 전망된다. 그러나 IMF가 관련 보고서²⁷⁾에서 지적했듯이 장기적으로 지속가능한 성장을 위해서는 단기적으로 경제에 미치는 부정적 영향을 감내하는 것이 불가피할 것으로 보인다. 그 과정에서 좀비기업 퇴출, 도덕적 해이 방지, 고용불안정에 따른 사회적 갈등 해소 등이 주요한 과제로 대두될 전망이다. 중국정부가 지난해 하반기부터 점차적으로 실시하고 있는 부실대출 출자 전환²⁸⁾, 인수합병, 파산 등의 기업부채조정 방안은 신용위험 완화에 도움을 줄 전망이다. 블룸버그에 따르면 2016년 10월부터 2017년 2분기까지 중국 금융권이 기업 대출을 출자전환한 규모는 7,760억 위안에 달하며, 그 중 55%가 공급 과잉에 시달리는 석탄 및 철강 산업에서 이루어졌다. 당국의 의도하는 달리 부실기업이 퇴출을 회피하는 수단으로 이용될 가능성도 있다. 현재 중국 당국의 대책이 종합적이고 체계적이기 보다는 과잉생산설비 해소에 집중되어 있고 금융시스템의 개혁방안은 아직 미진한 상황으로 평가된다.²⁹⁾ IMF는 기업부채문제 해결을 위해 ①체계 위험(systemic risk)으로 확산되기 전 정부의 선제적인 대응 ②은행과 기업의 재무건전성을 동시에 고려한 해결방안 마련 ③은행과 기업의 지배구조 개선 등을 제시하고 있다.

결론적으로, 민간부문의 과도한 채무부담 증가와 자산가격 버블은 시장의 신뢰를 약화시켜 실물경제에 부정적인 영향을 미칠 수 있으며, 신용비용 상승과 자산가격 급락은 중국과 같은 신흥국으로부터의 자본 유출로 이어져 금융위기로 발전될 수 있다. 현재 중국 정책당국이 직면한 과제는 실물경제를 뒷받침하는 금융여건을

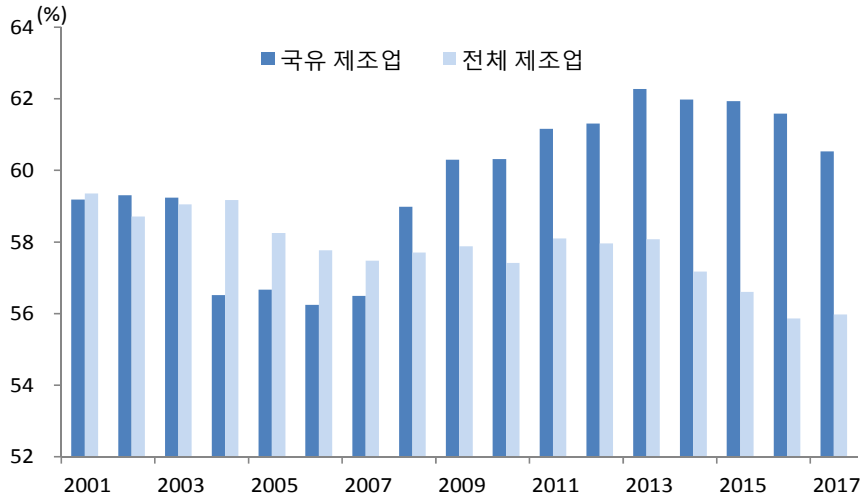
27) IMF, "Resolving China's Corporate Debt Problem," IMF Working Paper, Asia Pacific Department(2016)

28) 자금난에 빠진 기업의 재무구조를 개선하기 위해 채권자인 금융기관이 기업의 채무를 탕감해 주는 대신 그 기업의 주식을 취득하는 부채조정 방식이다.

29) IMF, "Resolving China's Corporate Debt Problem," IMF Working Paper, Asia Pacific Department(2016)

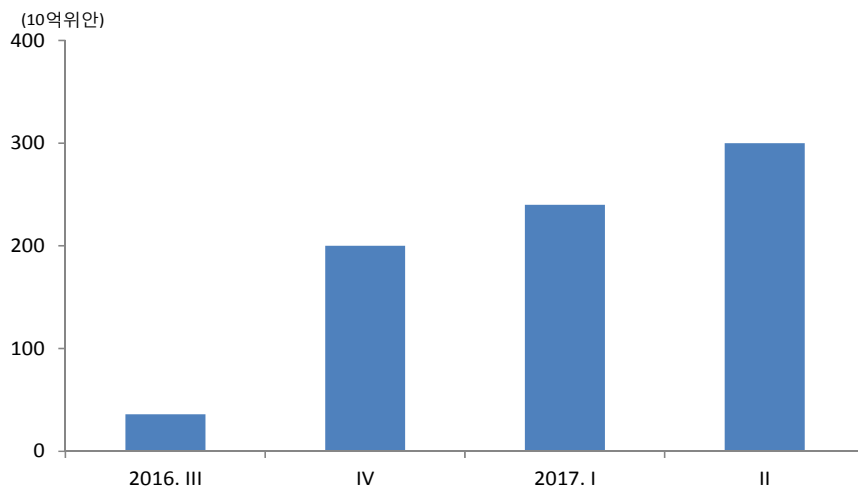
유지하는 동시에 민간부문의 금융적 취약성이 증가하지 않도록 종합적이고 체계적인 경제정책을 실행하는 것이라 할 것이다. 단기적으로는 미국의 금리인상 가속화, 트럼프정부와의 환율 및 무역분쟁 등이 중국 금융시장의 불확실성을 확대시킬 가능성 또한 경계해야 할 것이다.

[그림 41] 국유기업과 전체 제조업의 부채비율



자료: CEIC

[그림 42] 기업대출 출자전환 규모 추이



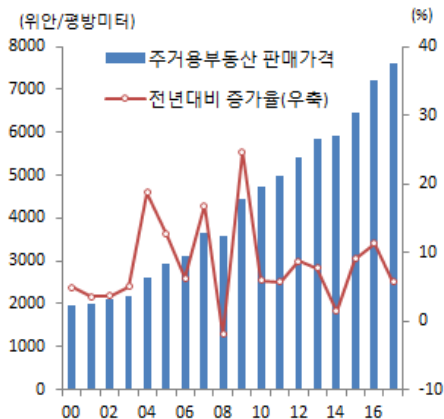
자료: Bloomberg

III. 부동산가격 하락 위험

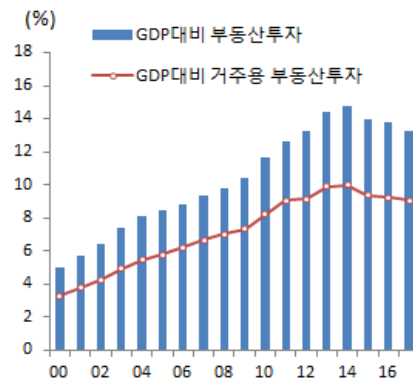
1. 중국 부동산시장 현황

중국의 부동산은 1998 ~ 2002년 동안 주택제도 개혁방안들이 잇따라 발표되고 주민소득수준이 높아지면서 2004년부터 가격이 상승하기 시작하였다. 중국정부는 1998년 7월 “도시주택제도 개혁 심화와 주택건설 가속화에 대한 통지”를 발표하여 주택을 상품화³⁰⁾시켜 부동산시장을 육성시키고자 하였으며, 2000년부터 주택구입 자금에 대한 대출제도를 실시하여 부동산 금융을 활성화 시켰다. 이러한 일련의 주택제도 개혁에 힘입어 2004년부터 부동산가격이 상승세를 나타냈으며, 부동산관련 산업도 큰 폭으로 성장하였다. 2004년부터 금융위기 발생 이전인 2007년까지 연평균 주거용부동산 판매가격 상승률은 13.6%에 달하였으며 중국 국내총생산(GDP)에서 부동산투자가 차지하는 비중이 2000년 5.0%에서 2014년 14.8%까지 상승하였다.

[그림 43] 중국 주거용부동산 판매가격 추이



[그림 44] 중국 GDP대비 부동산투자 추이

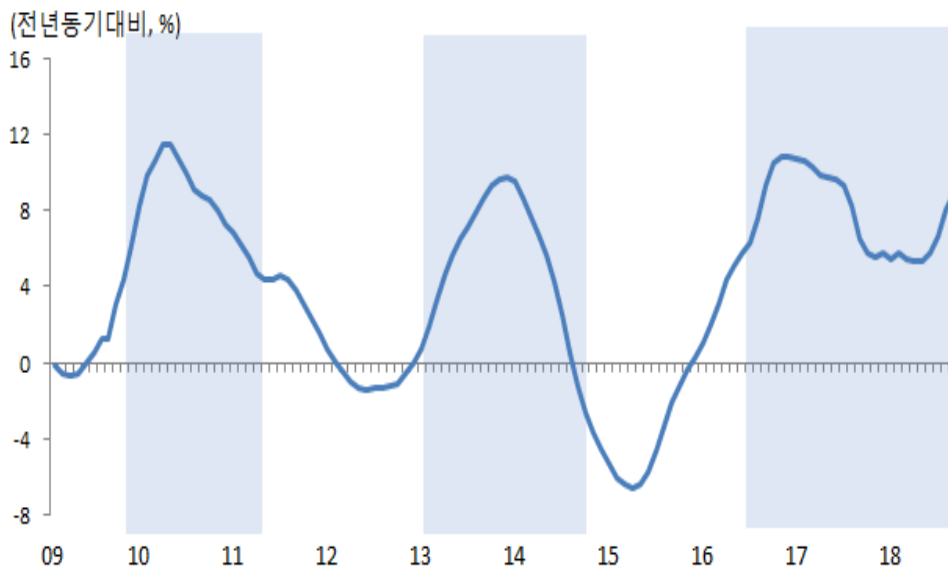


자료: CEIC

30) 기존에 국유체제인 주택 무상분배체제를 개인소유체제로 전환

중국정부는 2008년 글로벌금융위기 당시 경기부양을 위해 주택담보대출비율(LTV) 상향(70% → 80%), 주택담보대출 금리 인하, 저가주택 공급자에 대한 금리 우대, 양도세·취득세 등에 대한 세제혜택 등 부동산시장 활성화조치를 시행하였다. 그 결과 2008년 전년대비 1.9% 하락하였던 부동산 가격이 2009년 하반기부터 다시 과열양상을 보이기 시작하였으며, 이에 정책당국은 2010년부터 주택가격의 과도한 상승을 방지하기 위해 각종 규제정책을 도입하였다. 두번째 주택 구입자를 대상으로 초기 선납금 비율을 30%에서 점차적으로 60%까지 인상하였으며, 북경시에서는 주택 구매시 2채 이상 주택을 보유하지 않은 사실을 확인하도록 하는 주택구매제한조치가 시행되었다. 이후 주택구매제한조치는 2~3선 도시로 확대되어 2012년 7월 기준 48개 도시에 적용되었다³¹⁾. 이와 동시에 주택 매도시 양도소득세 면제기간을 2년에서 5년으로 연장하고 상해와 충칭에서 부동산보유세 정책을 시험적으로 도입하는 등 부동산 세제를 강화하였다.

[그림 45] 중국 70개 도시 신규판매부동산가격 상승률 추이



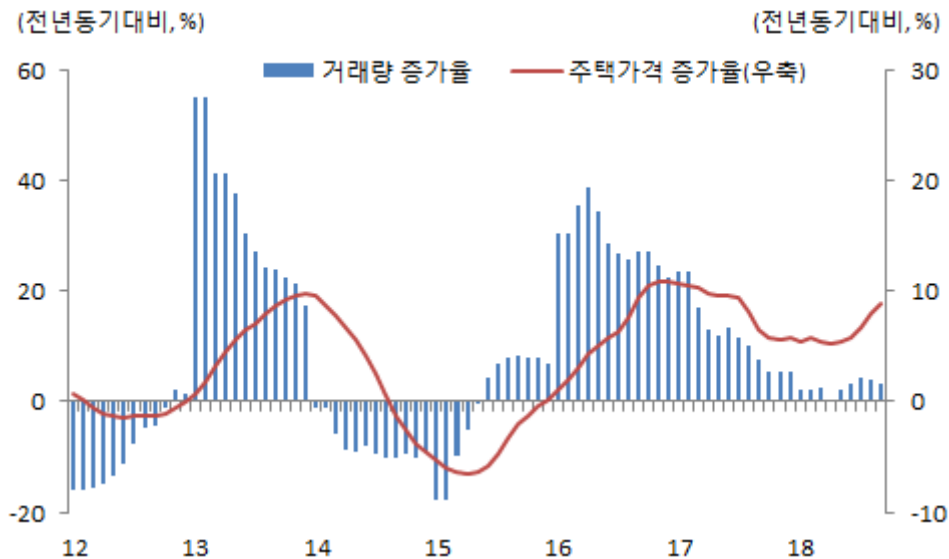
주: 음영은 규제가 강화된 시기
 자료: 중국 통계국, Bloomberg

31) “중국 부동산시장 규제의 주요 내용 및 영향”, 한국은행, 2012

부동산 규제정책 시행으로 부동산 가격 상승률이 점차 둔화되며 2012년 중 하락세로 전환되었으나 2013년 들어 다시 상승세를 나타내자 정책당국은 더욱 강력한 부동산 규제정책을 발표하였다. 2013년 2월 원자바오 총리는 부동산 투기성 매매 제한, 부동산 보유세 부과 시범지역 확대, 양도소득에 대한 과세 등을 포함한 ‘신국5조(新国五条)’ 정책을 발표하였다.

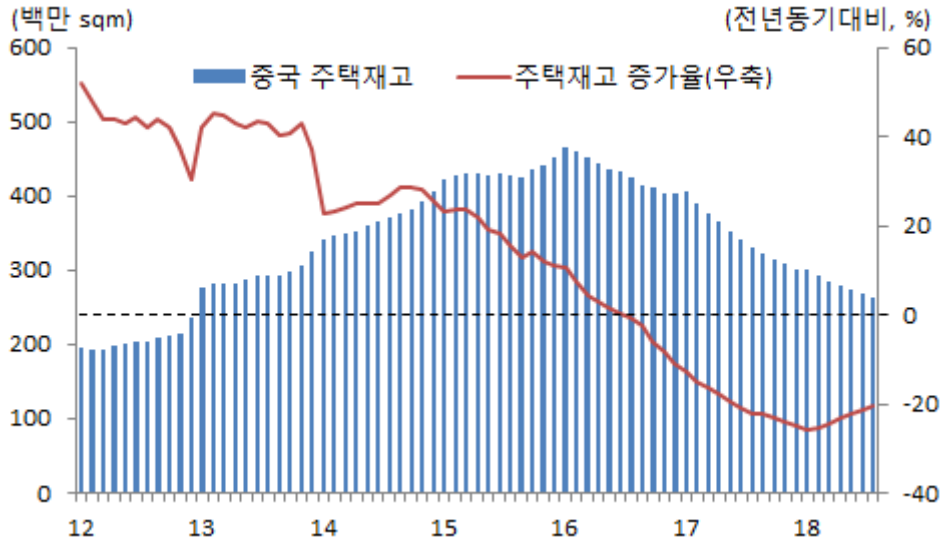
그러나 2014년 하반기부터 부동산가격 증가세 둔화, 거래량 감소, 재고 누적 등 부동산시장이 부진한 모습을 보임에 따라 2014년 9월부터는 규제 및 세제완화 등 부동산 경기 활성화를 위한 정책을 시행하기 시작하였다. 60%로 인상하였던 두 번째 주택 구입자의 초기 선납금 비율을 30%로 인하하였으며, 외국인 주택매입 제한 해제, 취득세를 인하 등 규제완화를 통해 부동산 경기를 부양하면서 2015년 하반기부터 부동산 시장은 상승세로 전환되었다.

[그림 46] 중국 부동산 거래량



주: 거래량은 신규분양, 기존주택 판매 포함이며, 주택가격은 70개 도시 기준
자료: CEIC, Bloomberg

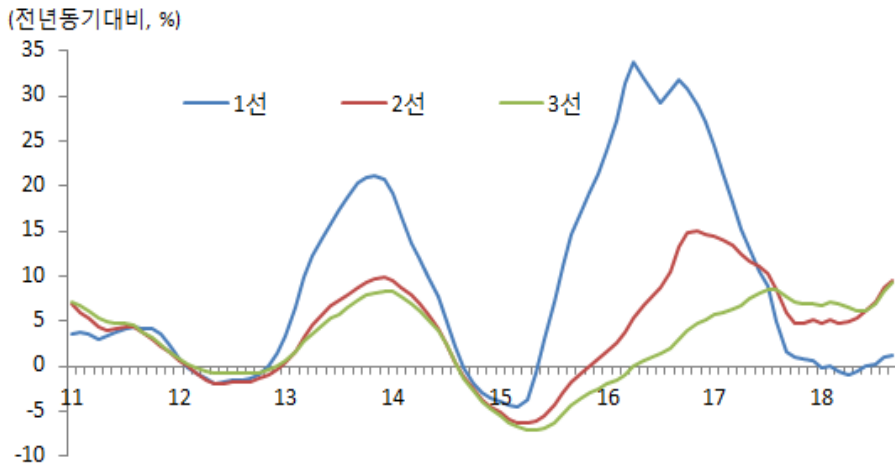
[그림 47] 중국 30개 도시 주택재고 추이



자료: Bloomberg

이러한 규제완화 시행으로 1선 도시를 중심으로 부동산시장 과열우려가 확대되었다. 1선 도시의 주택가격은 2015년 8월부터 10%를 상회하는 상승세를 보였으며, 2016년 중 매월 전년동기대비 20%를 상회하는 상승률을 나타내며 가파른 오름세를 보였다. 이와 같은 1선 도시를 중심으로 한 주택가격 상승은 2~3선 도시로 파급되어 가격 상승을 이끌고 있는 모습을 보였다. 그러나 2~3선 도시의 경우 도시별로 큰 폭의 상승을 나타내는 도시와 하락세를 나타내는 도시가 혼재되어 있어 최근의 부동산 버블 우려는 1선 도시와 2~3선 일부도시를 중심으로 나타난다고 볼 수 있다. 주택가격 상승률이 가장 높았던 2016년 11월 기준 전년대비 상승률을 살펴보면 2선 및 3~4선 도시 중 상승률 상위 도시들은 1선 도시 보다 높은 상승률을 나타내고 있다. 반면, 2선 도시 중 일부도시는 상승률이 낮은 수준을 보이고 있으며, 3~4선 도시 중 일부는 주택가격이 하락하는 모습을 보이고 있다. 최근 주택가격 버블에 대한 우려가 2~3선 도시까지 확산되는 모습이나, 일부도시의 경우 부동산거래 침체가 나타나는 등 양극화를 보이고 있다. 특히 3선 도시의 경우 주택의 재고규모가 1~2선 도시에 비해 매우 큰 폭으로 증가하고 있어 공급 과잉문제 발생 우려가 제기되고 있다.

[그림 48] 중국 도시규모별 신규주택가격 상승률



자료: 중국 통계국, Bloomberg

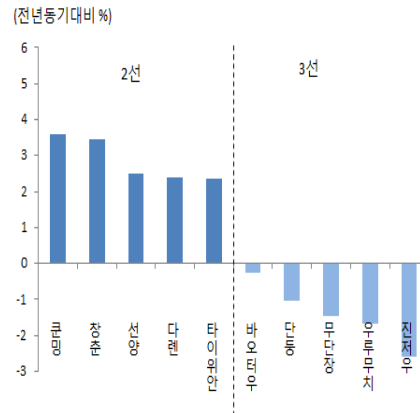
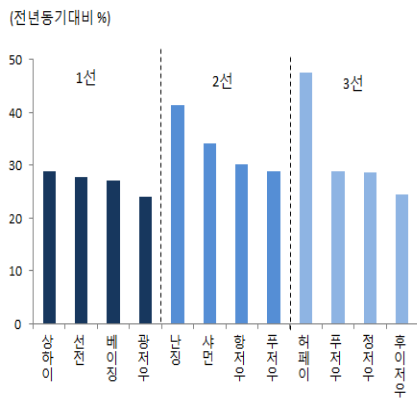
부동산시장 버블우려가 높아지자 중국정부는 2016년 하반기부터 지역별로 차별화된 정책을 시행하고 있다. 2016년 하반기부터 1선 도시와 2선 도시 중 주택가격 상승이 높은 22개 지역에 대해 구매·대출 제한, 중소형 주택공급 확대 및 관리 감독 강화 등의 조치를 발표하였다.³²⁾ 규제조치 이후에도 주택가격 오름세가 지속되자 2017년 3월 중 리커창 총리는 전인대 정부공작보고를 통해 대도시의 버블문제 해결과 중소도시의 부동산재고 문제 해소를 위한 이원화 정책을 시행할 것을 발표하였다. 부동산 가격 상승압력이 큰 대도시에 대해서는 두 번째 주택 구매시 계약금 비율을 상향조정하고 외지 호적자에 대해 주택구매를 제한하였으며 2주택 보유자를 대상으로 추가대출을 제한하는 등 부동산시장 안정을 위한 대책을 발표하였다. 아울러 3~4선³³⁾ 도시에 대해서는 재고소진을 위한 거래활성화를 목표로 부동산 수요를 지원할 계획임을 밝혔다. 이러한 정책에 따라 상대적으로 규제가 적은 3~4선 도시로 주택 투자수요가 이동함에 따라 2017년 2/4분기 부터는 1~2선 도시를 중심으로 부동산 가격 상승세가 둔화되는 모습이다. 2018년 들어서도 1~2선 도시의 부동산가격 상승률이 둔화되는 한편 1선 도시의 경우 1월~6월까지 전년동월대비 하락하는 모습을 나타냈다. 반면 3선 도시의 경우 2017년 7월 8.6%를 기

32) “최근 중국의 부동산 규제조치와 평가”, 한국은행, 2016

33) 3~4선 도시 중 대도시 주변 위성도시의 경우 1~2선 도시와 같은 규제강화책을 사용

록한 후 상승세가 소폭 둔화되기는 하였으나, 2018년 상반기 중 6%를 상회하는 상승률을 보이며 1~2선 도시의 상승세를 상회하였다. 그러나 중국 정부의 부동산 규제정책 등에도 불구하고 7월부터는 2~3선 도시를 중심으로 상승세가 확대되는 모습이며, 1선 도시의 하락세도 상승세로 반전되는 모습을 보이고 있다. 2018년 8월 기준 30개 도시 주택 재고는 2013년 1월 이후 가장 낮은 수준을 보이는 등 재고물량이 상당폭 소진되면서 부동산 가격이 오르기 시작하는 모습이다.

[그림 49] 1~3선 도시별 주택가격 상승률 상위 도시 [그림 50] 2~3선 도시별 주택가격 상승률 하위 도시



주: 2016년 11월 기준
자료: 중국 통계국, Bloomberg

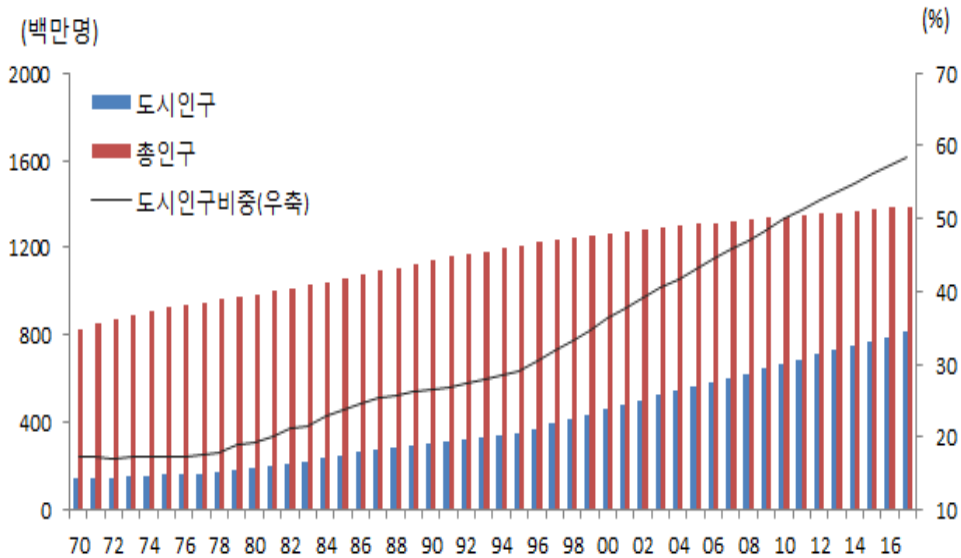
2. 중국 부동산시장 과열원인

중국의 부동산시장은 거주를 위한 실수요가 지속적으로 확대되는 가운데 정부가 부동산시장 활성화를 위해 규제를 완화하고 시중의 풍부한 유동성이 부동산시장으로 유입되면서 과열이 발생한 것으로 분석된다.

중국은 도시화가 빠르게 진행되면서 도시지역 주택 수요가 큰 폭으로 증가하였다. 1970년 17.4%에 머물렀던 도시화율(전체 인구 중 도시인구 비중)은 2017년 58.2%까지 상승하였다. 이처럼 농촌인구가 도시로 이주하면서 생긴 주택에 대한

실수요가 주택가격 상승을 이끈 원인 중 하나이다. 인구구조 측면에서도 1960~1979년 사이에 태어난 베이비붐 세대의 주택수요가 증가하면서 주택가격 상승으로 이어진 것으로 분석된다. 주택의 주된 수요층이라고 할 수 있는 30~55세 연령의 인구가 1990년 전체인구의 28.7%에서 2017년 39.7%까지 증가하였다.

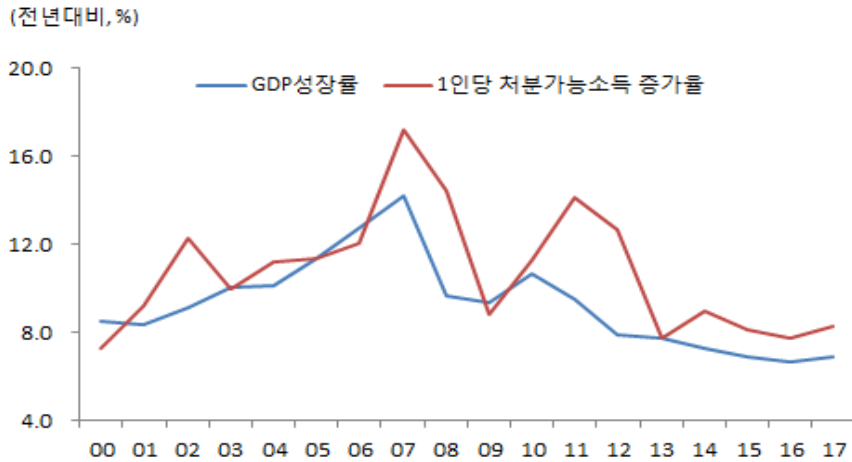
[그림 51] 중국의 총인구, 도시인구, 도시인구비중 추이



자료: CEIC

중국 가계의 가계소득이 꾸준히 증가한 점도 주택시장에 대한 실수요를 증대시킨 원인이다. 부동산 가격이 큰 폭으로 증가하기 시작한 2004년부터 2017년까지 중국 도시가구의 1인당 처분가능소득은 연평균 11.0% 증가하며 GDP 상승률을 상회하였다. 경제성장으로 국민소득이 증가함에 따라 주거에 대한 욕구가 증대하고 부동산을 자산증식 수단으로 인식하기 시작하면서 주택소유에 대한 수요가 급증한 것이 부동산 가격 상승 요인 중 하나로 작용하였다.

[그림 52] GDP성장률과 1인당 처분가능소득증가율 추이

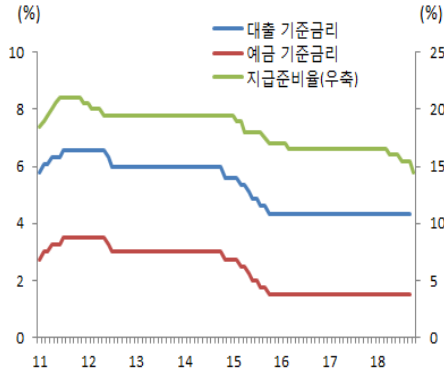


자료: Bloomberg

2000년대 초반부터 시작된 부동산시장 과열현상은 부동산 시장 활성화를 위한 규제완화 및 금융지원과 맞물려 도시화 진전에 따라 거주를 위한 실수요가 증가한데 따른 것으로 설명할 수 있으나, 금융위기 이후 최근까지 주택시장 과열은 완화적 통화정책, 지방정부의 부동산 투자 증가, 그림자금융을 통한 자금 조달 등 시중 풍부한 유동성이 부동산시장으로 유입된 측면이 강한 것으로 보인다.

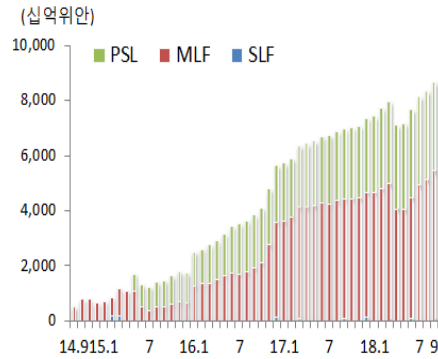
2014년 하반기부터 잠재성장률 하락, 부동산경기 둔화 지속, 구조조정 등으로 경기 하방압력이 높아지자 인민은행은 경기침체에 대응하기 위해 예금과 대출 금리 및 지급준비율 인하를 시행하였다. 중국 인민은행은 2014년 11월 28개월만에 처음으로 1년만기 예금금리와 대출금리를 각각 0.25%p, 0.4%p 인하하였다. 또한, 2015년 중에는 경제지표 부진 등 성장모멘텀이 약화되는 모습을 보임에 따라 총 다섯차례에 걸쳐 금리를 인하하여 예금 및 대출 기준금리가 각각 1.5%p, 1.65%p 하락하였다. 이와 동시에 금융기관의 위안화 예금에 대한 지급준비율(reserve requirement ratio)도 2015~2016년 초반까지 다섯 차례에 걸쳐 인하하였다. 금리 및 지급준비율 인하와 더불어 상설대출 지원창구담보보완대출(Pledged Supplementary Lending Facility, PSL), 단기유동성지원창구(Standing Lending Facility, SLF), 중기유동성지원창구(Medium-term Lending Facility, MLF), 단기유동성조작(Short-term Liquidity Operations, SLO) 등 다양한 통화정책 수단을 이용하여 유동성을 공급하였다.

[그림 53] 중국 예대출 기준금리 및 지급준비율 추이



자료: 중국 인민은행, Bloomberg

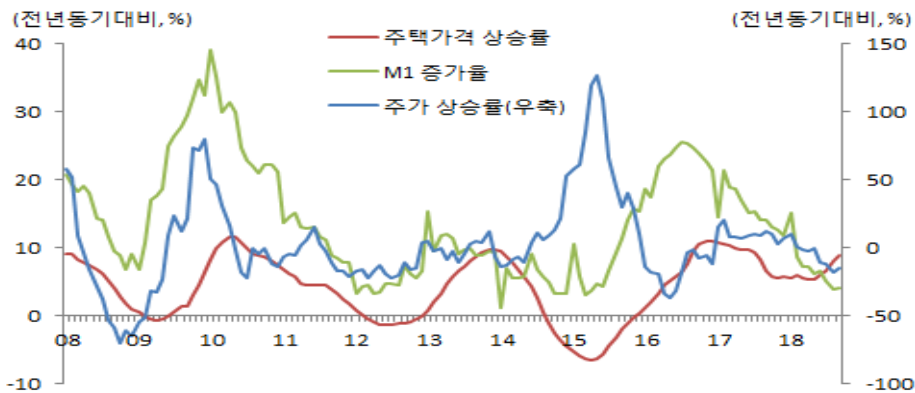
[그림 54] 중국 인민은행 유동성 공급 추이



자료: 중국 인민은행, CEIC

이러한 결과 시중에 본원통화와 요구불예금을 포함하는 M1이 큰 폭으로 증가하였으며 늘어난 시중 유동성이 실물부문이 아닌 주식 및 부동산시장으로 유입되며 주가와 주택가격이 큰 폭으로 상승하는 모습을 보였다. 주식시장은 예대출 금리 및 지급준비율을 인하하기 시작한 2014년 11월부터 2015년 중반까지 큰 폭의 상승세를 나타냈으며, 주가 상승률이 둔화되기 시작한 2015년 하반기부터 주식시장의 부동산금이 부동산시장으로 흘러들어가며 주택가격 상승세가 가팔라진 모습이다.

[그림 55] 중국의 주택가격 및 주가 상승률, M1 증가율 추이



주: 주택가격 상승률은 70개 도시 평균이며, 주가 상승률은 상하이종합지수 기준
자료: Bloomberg, CEIC

완화적 통화정책과 더불어 지방정부의 부동산 투자가 증가한 점도 부동산시장 과열의 원인으로 지목할 수 있다. 금융위기 이후 중국의 지방정부는 인프라 투자를 위해 도시공사, 신탁공사, 투자공사 등 다양한 형태를 지닌 ‘지방정부융자플랫폼(Local Government Finance Vehicles, LGFV)’을 통해 은행차입을 늘리는 형태로 개발을 진행하였다. 금융위기 이전에는 토지사용의 양도를 통한 토지사용권 판매수입이 지방정부 인프라 투자의 주요 자금공급원이었으나, 금융위기 직후 중앙정부의 대규모 경기부양책에 따라 차입 제한이 완화되고 투자수요가 확대되면서 투자공사 등을 통해 은행차입으로 투자자금을 조달하는 형태가 확대되기 시작하였다. 지방정부의 경우 지방채 직접 발행이 금지³⁴⁾되고 은행으로부터의 직접 차입 등 자본시장을 통한 자금조달이 제한되었기 때문에 지방정부융자플랫폼을 통해 우회적으로 대출을 받아 자금을 조달하였다. 이와 같은 지방정부의 투자공사 설립을 통한 자금 차입은 대대적 인프라건설 사업을 통해 부동산시장으로 유입된 것으로 보인다. 이에 따라 지방정부 부채 중 은행차입 비중이 2014년 기준 약 51%를 차지하고 있으며, 차입된 자금은 대부분 인프라 건설 등에 투자되어 2013년 기준 지방정부 부채의 약 87%의 자금이 부동산시장에 투입된 것으로 나타났다³⁵⁾.

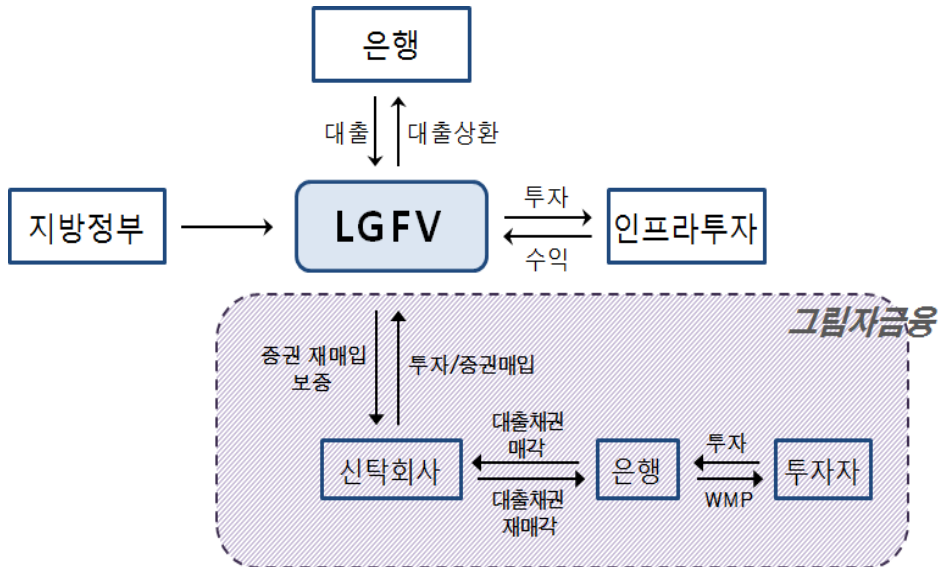
지방정부의 부동산투자는 그림자금융을 통해 더욱 확대되는 모습을 보였다. 지방정부의 경우 직접금융시장이 발달하지 않아 자금조달이 제한된 상황에서 그림자금융을 통해 대출수요를 충족하였다. 신탁회사는 은행을 통해 모집한 투자자금으로 지방정부융자플랫폼(LGFV)이 발행한 주식 또는 채권을 매입하고 LGFV는 일정기간 후 이를 재매입하는 약정을 체결하게 된다³⁶⁾. 이 과정에서 신탁회사는 자산관리상품(WMP, wealth management product) 판매로 조달한 자금을 LGFV의 주식 및 채권에 투자함으로써 지방정부의 그림자금융에 대한 익스포저가 확대되었다. 중국 심계서(審計署)에 따르면 지방정부 부채 중 은행대출 비중은 2010년 79.0%에서 2013년 6월말 56.5%로 축소되었으나, 그림자금융을 통한 자금조달 비중은 같은 기간 9.7%에서 24.8%로 확대되었다.

34) 2015년 1월 중국 정부는 지방정부의 과잉부채 우려가 커짐에 따라 예산법 개정을 통해 지방채 직접발행을 허용

35) “中 지방정부별 재정능력 평가 및 금융기관 리스크 전이 가능성”, 하나금융경영연구소, 2017

36) “중국의 그림자금융, 지방정부 부채 및 은행건전성의 상호관계”, 한국은행, 2014

[그림 56] 중국 지방정부융자플랫폼 구조

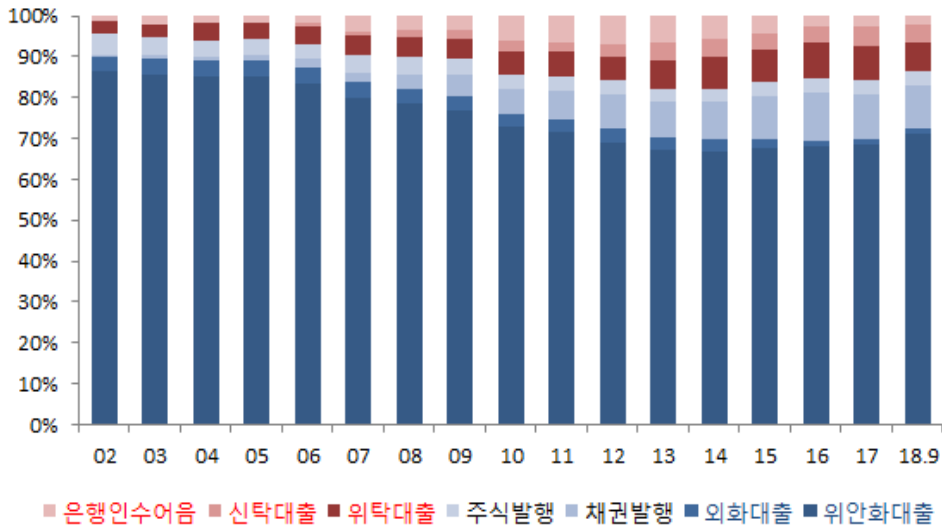


자료: 국회예산정책처 작성

중국의 그림자금융 규모는 정부의 저금리 정책의 결과, 높은 수익률을 목표로 하는 위탁대출이나 자산관리상품에 대한 수요가 증가하며 2012년부터 큰 폭으로 확대되기 시작하였다. 중국 실물경제에 신규로 공급된 자금의 총량을 나타내는 사회총융자(Total Social Financing) 규모는 꾸준히 증가해왔으며 은행대출 비중은 낮아진 반면 은행인수어음, 신탁대출, 위탁대출 등 그림자금융이 차지하는 비중이 크게 높아진 모습을 보이고 있다. 사회총융자 중 은행대출(위안화 및 외화대출) 비중은 2002년 90.1%에서 2017년말 70.0%까지 하락하였으나, 그림자금융(은행인수어음, 신탁대출, 위탁대출)의 비중은 2002년 4.5%에서 2013년 17.8%까지 상승하였다³⁷⁾.

37) 2016년부터 중국 정부의 공급측개혁 심화 정책에 따라 부채의 디레버리징 정책이 잇따라 발표되고 있으며 2017년 들어 WMP 등 그림자금융에 대한 규제가 시행됨에 따라 비중이 점차 낮아져 2018년 9월말 기준 13.3%를 차지하고 있다.

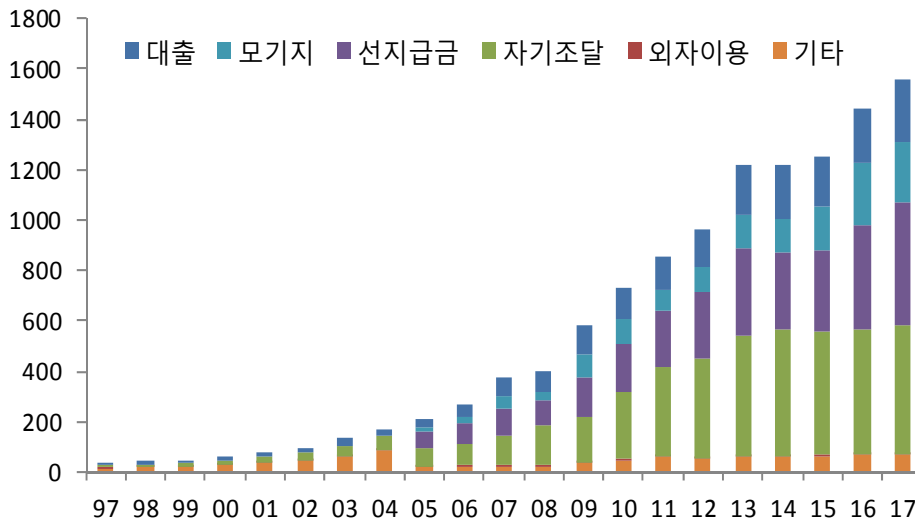
[그림 57] 중국의 사회총융자 구성비 추이



자료: CEIC

그림자금융을 통해 생성된 과잉유동성은 지방정부융자플랫폼을 통해서 뿐만 아니라 부동산개발업체 등을 통해 직접 부동산시장에 공급되며 부동산 시장 과열의 원인이 되었다. 정부의 부동산 규제조치 단행 등으로 은행에서 대출을 받거나 채권을 발행하기 어려운 부동산 개발업체는 자산관리상품(WMP)과 같은 그림자금융 상품을 이용해 금융회사로부터 자금을 조달해왔으며 이 과정에서 그림자금융이 직접 부동산시장에 공급되었다. 2010년 중국 정부가 부동산가격 안정화를 위해 부동산 개발업체의 자금 차입 및 조달 계획을 제출하게 하는 등 부동산 금융에 대한 규제를 강화함에 따라 유동성 부족에 빠진 부동산 개발업체들이 다른 자금조달원으로서 그림자금융을 통한 차입을 확대한 것으로 보인다. 중국 부동산개발업체의 자금조달 규모를 살펴보면 2010년 이후 은행 대출을 통한 차입은 줄어들었으며, 신탁회사와 위탁대출 등을 통한 자기조달(Self-raised fund) 차입의 규모가 증가한 것으로 나타나 신탁 및 위탁대출 등 그림자금융이 부동산시장으로 흘러들어가 시장과열의 원인이 되었을 것으로 추정할 수 있다.

[그림 58] 중국 부동산업체의 자금조달 원천별 추이



자료: CEIC

3. 중국 부동산시장 둔화의 영향

중국 부동산시장의 급격한 둔화는 가계대출 및 기업대출 부실, 지방정부 재정악화 등을 통해 실물경제에 부정적 영향을 미칠 뿐만 아니라 은행 및 그림자금융 등을 통해 금융시스템에 불안을 초래할 가능성도 높다. 특히 중국의 부동산시장은 그림자 금융, 지방정부, 은행 등과 상호밀접하게 연관되어 있어 한 부분의 부실이 다른 곳으로 전이되어 경제전반에 영향을 끼칠 수 있다는 점에서 파급효과가 크다고 할 수 있다.

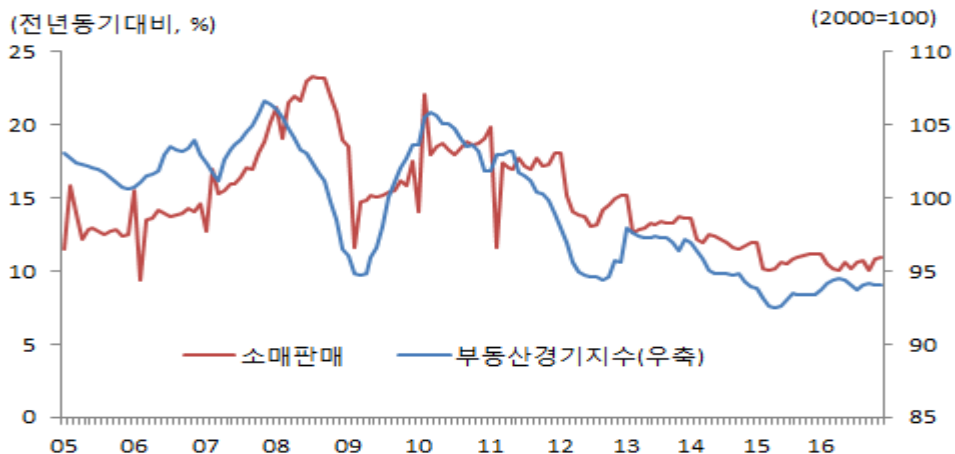
가. 실물경제 영향

중국 부동산경기기의 급격한 둔화는 가계의 소비위축, 건설투자 축소, 지방정부 재정악화에 따른 인프라 투자 감소, 부동산 관련 산업의 위축 등을 통해 실물경제에 부정적 영향을 가져올 것으로 예상된다.

중국 가계의 전체 자산에서 부동산이 차지하는 비중은 74.7%³⁸⁾로 미국

(29.3%), 일본(38.4%), 영국(52.2%)³⁹⁾ 보다 크게 높은 수준이다. 이는 중국인들이 전통적으로 자신의 주거를 소유하고자 하는 욕망이 강한 주거관념⁴⁰⁾을 지녔을 뿐만 아니라 선진국에 비해 상대적으로 금융시장이 낙후되어 부동산을 제외한 대체투자처가 부족한데 기인한다. 이와 같이 중국은 가계자산 중 부동산비중이 높은 만큼 부동산시장 둔화에 따른 역자산효과가 크게 나타나 소비를 위축시킬 가능성이 높다. 뿐만 아니라 중국의 소매판매와 부동산경기의 높은 상관관계도 중국의 부동산경기 둔화가 소비에 부정적영향을 미칠 가능성을 나타내고 있다. 중국의 소매판매 전년동기대비 증가율과 부동산경기지수(Real Estate Climate Index)의 2005~2016년 월별 자료를 이용한 상관관계는 0.6557로 유사한 움직임을 나타내고 있다.

[그림 59] 중국의 소매판매증가율과 부동산경기지수 추이



자료: CEIC

중국 부동산은 지방정부 재정수입에 있어 중요한 자금조달 원천으로써 부동산경기 둔화는 지방정부의 재정에 부담을 가중시키는 요인이 될 수 있다. 중국 지방정부의 토지사용권 수입은 2017년 기준 전체 지방정부 기금수입의 86.7%, 총수입의 23.3%를 차지하고 있다. 토지사용권은 지방정부가 농지 등에 대한 사실상 소유

38) 부동산포커스 해외부동산시장 동향, 한국감정원, 2015.12

39) “가계자산 부동산 비중의 문제점 및 정책제언”, 한국감정원, 2016.11

40) “중국 팽누주거현상의요인과 특징에 관한 연구”, 동북아문화연구 제24집, 2010

권을 이용하여 시장에서 사용권한을 양도함으로써 얻는 수입으로 1994년 이후 토지사용권 양도수입이 모두 지방에 유보됨에 따라 지방정부의 중요한 자금원이 되고 있다⁴¹⁾. 토지사용권 수입 이외에도 부동산 취득세, 도시토지사용세, 도시유지건설세, 토지부가세 등 부동산관련 세수입도 지방정부 재정수입의 중요한 부분을 차지하고 있다. 2017년 기준 조세수입은 6조 8,673억 위안으로 지방정부 자체수입의 75.1%를 차지하고 있으며 이 중 부동산관련 세수는 30.1%를 차지하고 있다. 이에 따라 부동산경기 둔화로 토지사용권 판매수입 및 부동산관련 세수가 감소할 경우 지방정부의 재정악화를 초래할 가능성이 있다. 또한, 부동산 세수 감소 등 재정수입 증가 둔화는 지방정부의 인프라를 중심으로 한 투자위축으로 이어져 경기 및 실물경제에 영향을 미칠 수 있다. 중국의 GDP대비 총고정자산 비중이 44.4%(2017년 기준)에 달하며, 중국 고정자산투자의 대부분(2017년 기준 전체 고정자산 투자 중 지방정부에 의해 이루어지고 있는 부분이 96.3%)이 지방정부에 의해 형성되고 있는 점을 감안할 때 부동산 경기둔화가 지방정부 투자위축을 통해 중국성장률 둔화로 이어질 가능성도 있다.

41) “중국 부동산시장과 지방재정: 지방의 도시화정책과 재정적자가 부동산시장에 미치는 영향”, 「중국 금융시스템의 발전과 도전: 한국경제에 대한 정책적 함의」, KDI 연구보고서 2011-6, 2011, KDI

[표 1] 지방정부 재정수입 추이

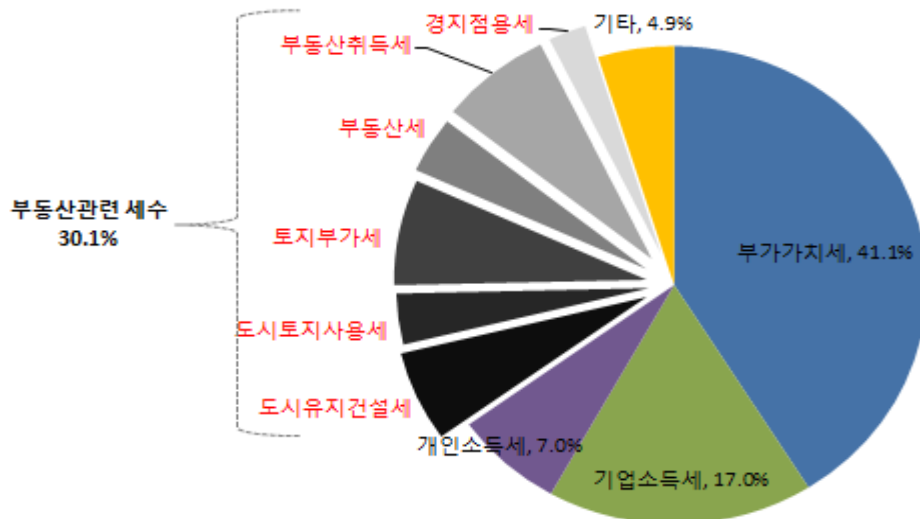
(단위: 억위안)

	총수입	재정수입	자체수입	중앙정부 지원	기금수입	토지사용권
2010	10,656	7,295	4,061	3,234	3,361	2,820
2011	13,070	9,247	5,255	3,992	3,823	3,114
2012	14,066	10,644	6,108	4,536	3,422	2,665
2013	16,506	11,703	6,901	4,802	4,803	3,907
2014	17,747	12,747	7,588	5,159	5,001	4,039
2015	17,632	13,810	8,300	5,510	3,822	3,078
2016	18,911	14,664	8,724	5,940	4,247	3,564
2017	21,418	15,652	9,147	6,505	5,765	5,000

주: 총수입은 재정수입과 기금수입의 합

자료: 중국 재정부, CEIC

[그림 60] 지방정부 조세수입 구성

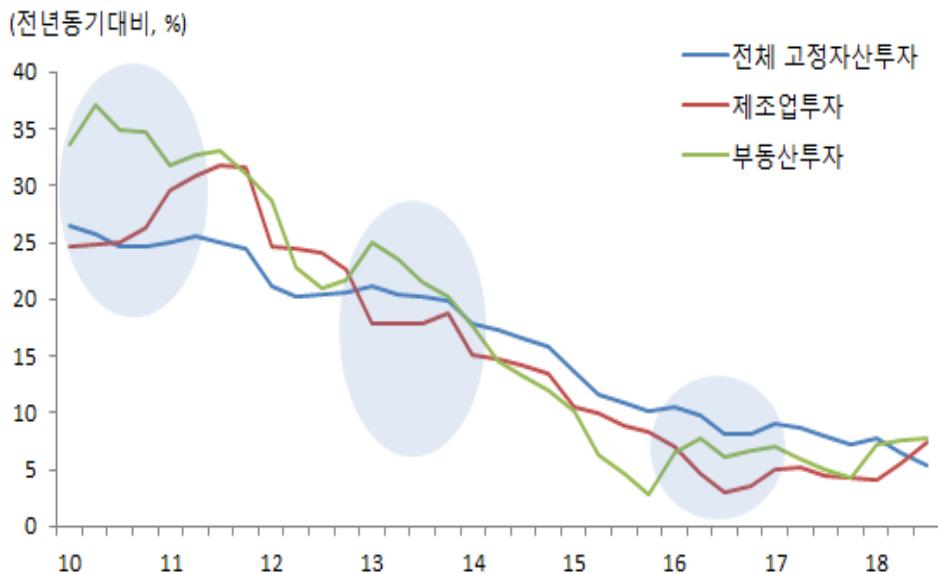


주: 2017년 기준

자료: 중국 재정부, CEIC

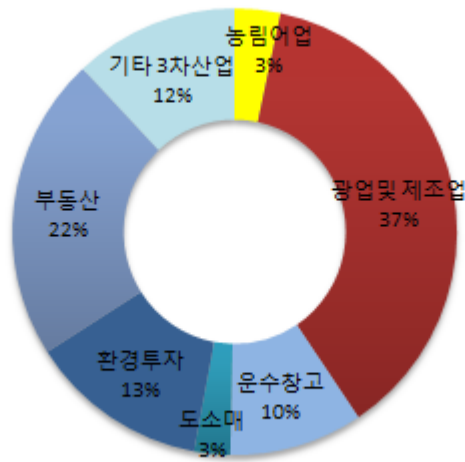
금융위기 이후 빠르게 확대된 투자와 부채의 조정과정에서 중국은 산업생산 구조조정 등을 실시하면서 성장률과 고정자산투자 증가세가 둔화되는 모습을 나타냈다. 고정자산투자 중 부동산투자는 금융위기 이후 증가세가 둔화되어 왔으나, 부동산가격 상승기인 2010 ~ 2011년, 2013 ~ 2014년, 2016 ~ 2017년 기간 동안에는 제조업투자 증가율을 상회하는 증가율을 나타내며 고정자산투자 둔화를 다소 완화시키는 모습을 보였다. 그러나 제조업 투자가 부진한 가운데 향후 부동산 시장의 급격한 둔화 등으로 부동산투자 둔화세가 커질 경우 고정자산투자 위축을 통한 성장률 둔화가 불가피할 전망이다. 중국 고정자산투자의 구성을 산업별로 살펴보면, 2017년말 기준으로 부동산투자규모는 13조 9,734억 위안으로 전체 고정자산투자의 22.1%를 차지하고 있다. 고정자산투자 중 부동산투자의 비중은 제조업(30.7%) 다음으로 높은 수준을 나타내고 있어 부동산시장의 위축을 통한 투자둔화가 전체 고정자산투자에 미치는 파급효과가 클 것으로 예상된다.

[그림 61] 중국 고정자산투자 부문별 추이



자료: 중국 통계국, CEIC

[그림 62] 중국 고정자산 투자 산업별 구성비



주: 2017년 기준
자료: 중국 통계국, CEIC

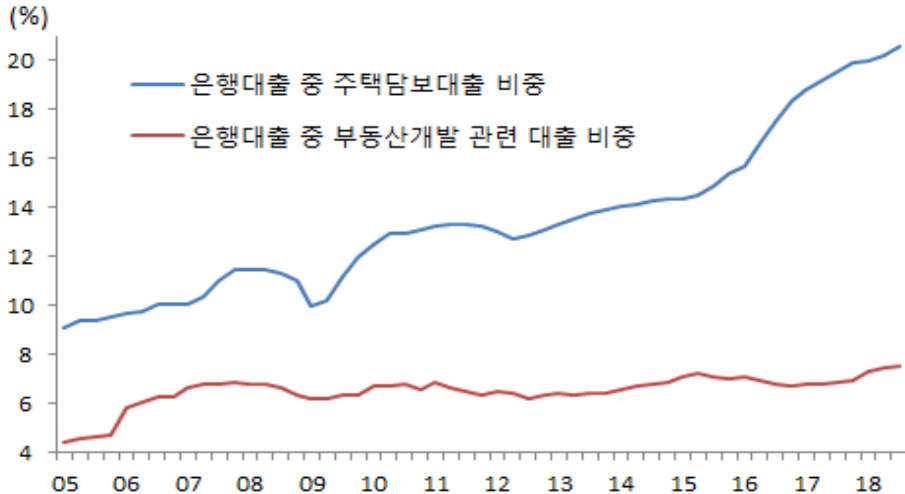
나. 금융부문 영향

중국의 부동산시장은 실물부문 뿐만 아니라 금융부문에도 영향을 미치기 때문에 부동산시장의 급격한 둔화가 금융시스템에 리스크요인으로 작용할 가능성도 높다. 즉, 중국의 부동산시장은 은행, 그림자금융, 지방정부와 긴밀하게 연관되어 있기 때문에 부동산시장에 충격이 발생할 경우 금융시스템 전반에 불안을 가져올 수 있다.

중국은 은행권 가계대출 중 부동산담보대출 비중이 지속적으로 증가해왔을 뿐만 아니라 기업대출시 부동산담보를 요구하는 관행이 있어 기업대출 부문도 직간접적으로 부동산과 연관되어 있는 모습이다. 2018년 9월 기준 중국 은행권 총 여신 중 주택담보대출이 차지하는 비중은 20.6%, 부동산 개발과 관련된 대출이 차지하는 비중은 7.5%로, 부동산과 관련된 익스포저 규모는 28.1%로 나타났다. 또한, IMF(2017)에 따르면 기업 대출 중 부동산을 담보로 한 대출이 전체 은행 자산의 10%를 차지하고 있어 중국 은행산업의 부동산 의존도는 높은 편으로 나타났다. 은행권의 부동산 관련 익스포저 규모를 고려해 볼 때 부동산시장에 가격 조정 등 충격이 발생할 경우 취약차주 부실화 위험이 높아지는 등 가계 및 기업대출 부실로

이어져 은행권 건전성에 영향을 주어 금융시스템에 불안을 가져올 가능성이 있다.

[그림 63] 중국 은행권 대출 중 주택담보대출과 부동산개발 대출 비중



자료: 인민은행, CEIC

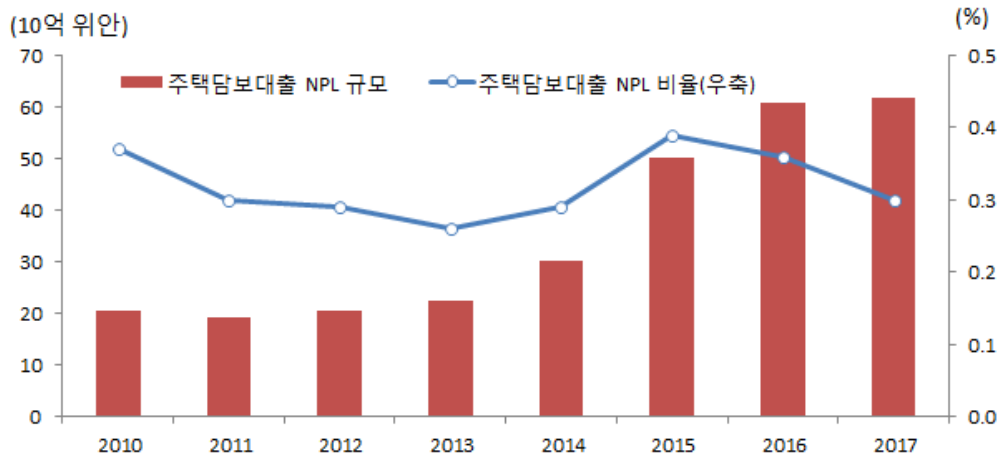
중국의 상업은행 부실채권비율은 2017년 기준 1.75%로 OECD 평균(2.66%)⁴²⁾에 비해 낮은 수준이나 빠른 증가속도를 주목할 필요가 있다. 2018년 2/4분기 기준 중국 상업은행의 부실채권(고정이하여신, NPL) 규모는 1.96조 위안으로 2014년 2/4분기에 비해 181.8% 증가한 수준을 나타내고 있다. 또한, 부실화 가능성이 매우 높은 대출(요주의 대출, special mention loans)까지 포함할 경우 부실채권은 전체대출의 5.5%에 달할 것으로 추정된다. 특히 2018년 2/4분기 들어 부실채권 규모는 전분기 대비 10.3% 증가하여 2015년 2/4분기 이후 가장 큰 폭의 증가세를 보이고 있어 부실채권 증가에 따른 우려가 높아지는 모습이다⁴³⁾. 한편 은행권의 부동산담보대출이 꾸준히 증가하면서 모기지대출 관련 NPL 규모도 꾸준히 증가하고 있는 모습이다. 상업은행의 주택담보대출 관련 고정이하여신(NPL) 규모는 2017년말 기준 619억 3천만 위안을 기록하여 2011년말 보다 222.2% 증가하였다. 이처럼 중국 은행들의 부동산관련 대출비중이 높아지고 최근 부실채권 규모

42) World Development Indicators, World Bank

43) 최근의 부실채권 규모 확대는 경기 둔화에 따른 기업경영 악화가 지속되는 가운데 중국 금융당국이 6월 30일부터 90일 이상 연체된 모든 대출을 고정이하여신(NPL)으로 인식하도록 하는 NPL 비율 기준 강화 등을 시행한데 따른데 기인

가 증가하는 점 등을 고려할 때 부동산시장의 충격 발생 시 가계대출 및 기업대출 부실을 통한 은행권 리스크가 높아질 가능성도 상존한다.

[그림 64] 중국 상업은행 주택담보대출 관련 부실채권 및 NPL 비율 추이



자료: 중국 은행감독관리위원회, CEIC

앞서 살펴본 바와 같이 부동산경기둔화로 지방정부의 토지사용권 수입이 줄어들면 실물부문의 투자를 위축시킬 뿐만 아니라 은행차입을 통해 자금을 조달한 지방정부융자플랫폼(LGFV)들의 차입금 상환이 어려워져 은행권 건전성에 영향을 줄 수 있다. 은행들은 융자플랫폼을 통한 대출시 프로젝트 수익률보다는 정부의 신용을 담보로 대출을 제공하기 때문에 지방정부의 상환능력과 의지에 의존할 수 밖에 없는 상황⁴⁴⁾으로 부동산시장의 급격한 둔화시 지방정부의 재정악화에 따른 관련 대출의 부실화 위험이 커질 수 있다. 또한 자산관리상품(WMP, wealth management product) 판매로 조달한 자금이 LGFV의 주식 및 채권에 투자되어 지방정부의 그림자금융에 대한 익스포저가 확대된 점도 부동산시장과 연계되어 금융기관 유동성 리스크를 확산시킬 수 있는 요인이 되고 있다. 부동산개발업체들과 지방정부가 그림자금융을 통해 유동성을 확보하면서 그림자금융의 규모가 크게 증가하였으며 지방정부, 그림자금융, 부동산시장 간 연관성이 심화되어 한부분의 리스크 발생이 다른 부문으로 확산될 가능성이 높다. 이와 같이 중국의 부동산시장, 지방정부, 그림자금융, 금융시스템은 모두 유기적으로 연결되어 한부분의 리스크가 다른

44) “中 지방정부별 재정능력 평가 및 금융기관 리스크 전이 가능성”, 하나금융경영연구소, 2017

부문으로 쉽게 파급될 수 있는 구조가 형성되어 있어 부동산시장 버블 붕괴가 금융 위기로 이어질 가능성도 배제할 수 없다.

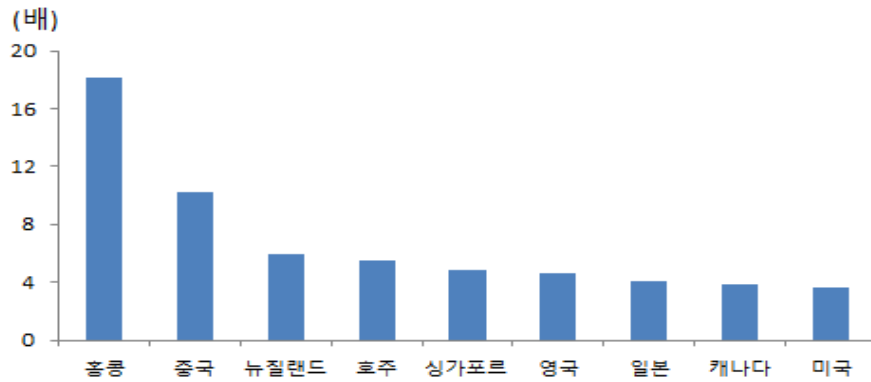
4. 부동산가격 하락 가능성

가. 가격측면

일반적으로 주택가격에 대한 버블 측정에 관한 지표로 소득대비주택가격비율(PIR, Price to Income Ratio)을 살펴볼 수 있다. 소득대비주택가격비율은 차입 없이 가계소득만을 이용하여 주택을 구입할 경우 국가 또는 특정 지역의 주택을 구입하는데 걸리는 시간을 의미하며 주택가격을 연간 가처분소득으로 나누어 산출한다. 중국의 주요 35개 도시의 소득대비주택가격비율을 산출한 결과 35개 도시의 평균 PIR은 9.3배로 나타났다. UN이나 World Bank에서 합리적 수준으로 간주하는 소득대비주택가격비율이 3~6배⁴⁵⁾라는 점을 감안하면 중국의 부동산 가격 수준은 높은 편이라고 볼 수 있다. 이를 지역별로 살펴보면 1~2선 대도시의 소득대비주택가격비율이 매우 높으며 35개 도시 중 평균 PIR인 9.3배를 하회하고 있는 지역은 23개로 지역별 편차가 있는 것으로 나타났다. 중국의 기술중심지이자 상장기업들의 본사가 밀집해있는 선전(深圳)은 수요에 비해 부족한 토지공급으로 인해 집값 상승세가 가팔랐으며, 거주환경이 우수해 타 도시로부터 유입인구가 증가하고 있는 경제특구 샤먼(廈門)시의 주택가격도 가파른 것으로 나타나 이들 도시의 PIR은 각각 30.6배, 18.7배를 기록하였다. 주요국들과 비교에서도 중국의 중위소득 기준 소득대비주택가격비율은 10.2배로 홍콩(18.1배)에 이어 두 번째로 높은 수준으로 나타나 중국의 부동산가격은 높은 수준인 것으로 판단된다.

45) “중국 부동산 가격의 평가 및 전망”, 한국은행, 2011

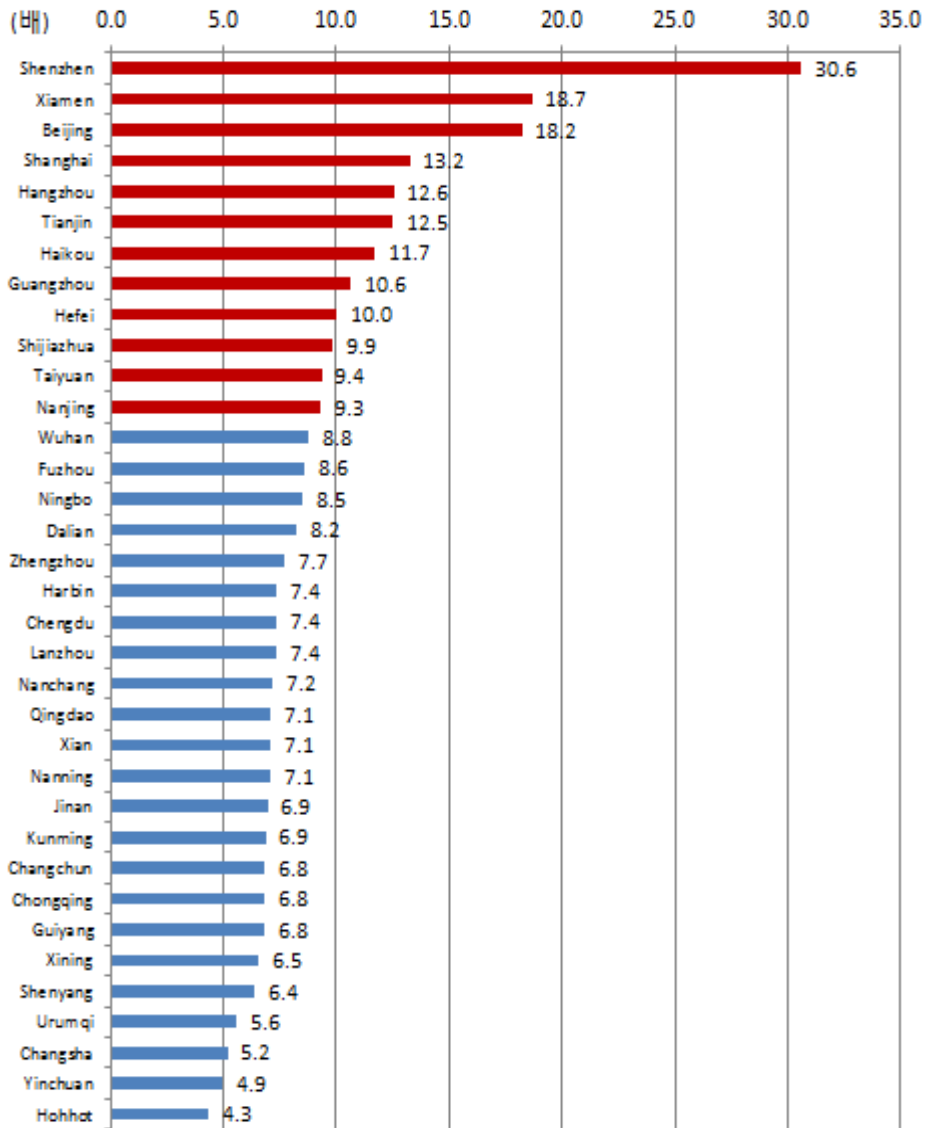
[그림 65] 국가별 PIR 비교



주: 중위소득 기준, 2017

자료: 『13th Annual Demographia International Housing Affordability Survey: 2017』.,
Demographia

[그림 66] 중국 35개 도시의 PIR

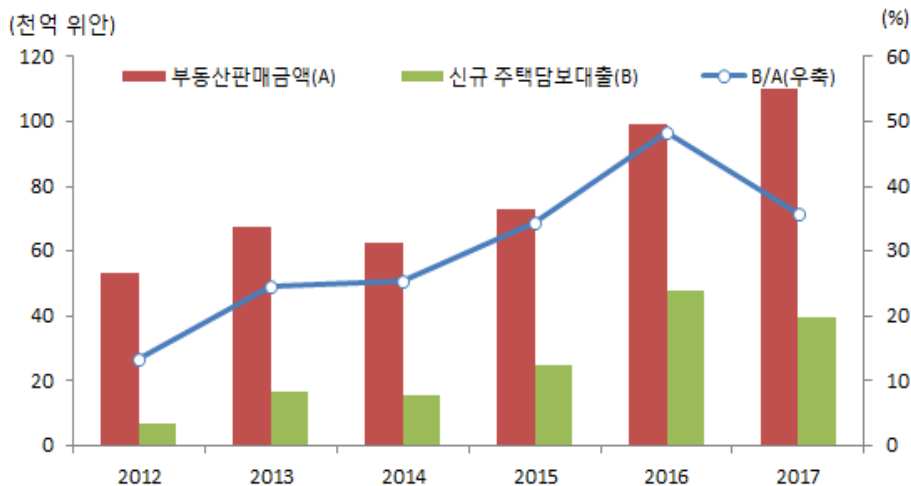


- 주: 1. PIR은 평균주택가격/가구당 가처분소득을 사용
 2. 1인당 가처분 소득에 가구당 평균 인원(2017년 기준 중국 인구통계) 3.0명을 곱하여 가구당 가처분소득을 산출
 3. 주택가격은 100m² 기준
 4. 2017년 기준
 자료: CEIC 자료를 바탕으로 국회예산정책처 작성

나. 금융측면

중국의 LTV(Loan to Value) 비율을 추정하기 위해 부동산 판매금액 대비 신규 주택담보대출 비중을 계산해 본 결과, 2016년 기준 동 비율은 48.5%로 나타났다. 부동산 판매금액 대비 신규주택담보대출 비중은 꾸준히 증가하여 2012년 13.4%에서 2013년 24.5%, 2015년 34.4%를 나타내 비율 자체는 높지 않은 수준이나 증가세가 가파른 점은 위험요인으로 볼 수 있다. 이는 최근 정부의 시장활성화 조치에 따른 금융규제 완화 등으로 모기지대출이 큰 폭으로 증가한데 기인하고 있다. 2014년 중국정부는 부동산 재고 문제를 해결하고 주택경기 활성화를 도모하기 위해 주택구입자금 대출비율(LTV)을 40~70%에서 60~80%로 상향조정하였으며, 2015년 주택담보대출시 계약금 비율을 25~40%에서 20~30%로 인하함에 따라 모기지대출이 크게 증가하였다. 중국의 모기지대출 잔액은 2017년 9월 기준 23조 위안으로 부동산가격이 상승세로 돌아선 2015년 하반기부터 전년동기대비 20%를 상회하는 수준으로 증가하였으며 2016년 4/4분기 중에는 전년동기대비 35.4%까지 증가하였다.

[그림 67] 부동산판매금액 대비 주택담보대출 비율 추이

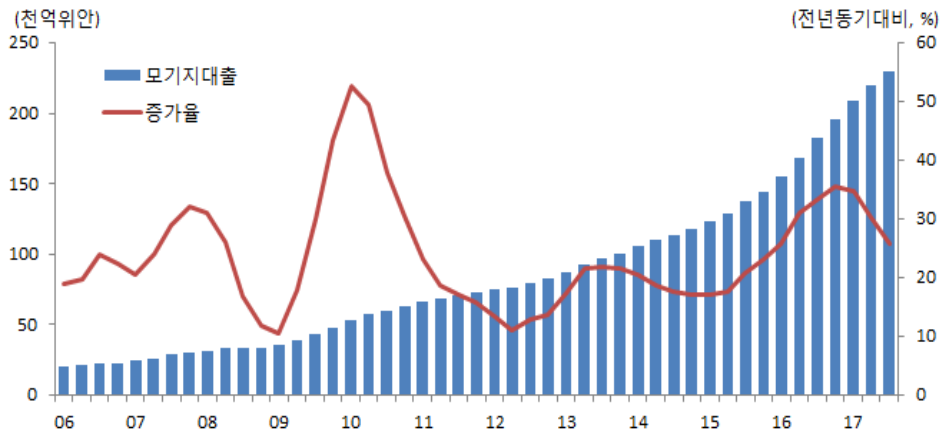


자료: CEIC

최근 부동산시장의 모기지대출이 큰 폭으로 증가하고 있으나, 2010년 부동산 상승기에 비해 높은 수준은 아니며, 다른 국가들과 비교해볼 때 모기지대출 규모가 크지 않을 뿐만 아니라 LTV 수준도 높지 않은 것으로 나타나 주택금융 관련 부분

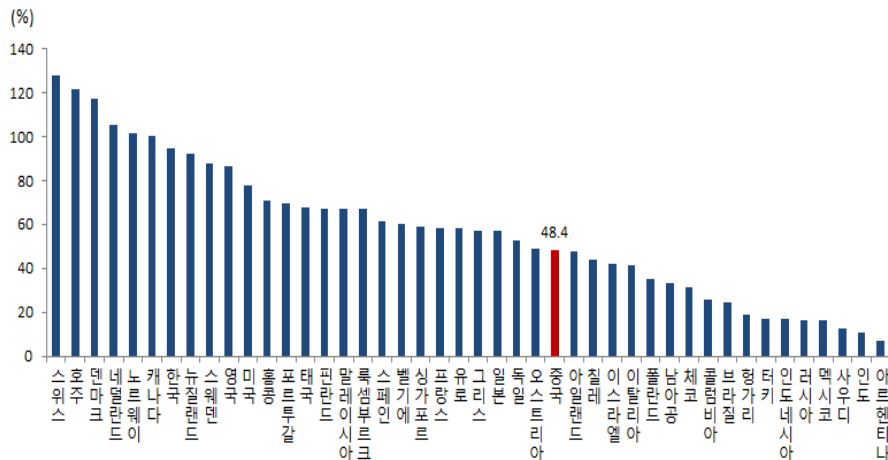
에서의 버블 붕괴 가능성은 높지 않은 것으로 판단된다. 주요국의 평균 LTV가 60~80%⁴⁶⁾임을 감안할 때 중국의 LTV 수준은 낮은 편으로 이는 중국 정부가 주택구매시 현금보유 비중을 규제하고 있으며, 두 번째 주택 구매시에는 현금보유 비중을 70%까지 상향조정한데 따른 것으로 보인다. 또한 GDP대비 가계부채 비중도 2017년 기준 48.4%로 주요국에 비해 낮은 수준으로 나타났다.

[그림 68] 중국의 모기지대출 잔액 및 증가율 추이



자료: CEIC

[그림 69] 국가별 GDP대비 가계부채비중(2017년 기준)



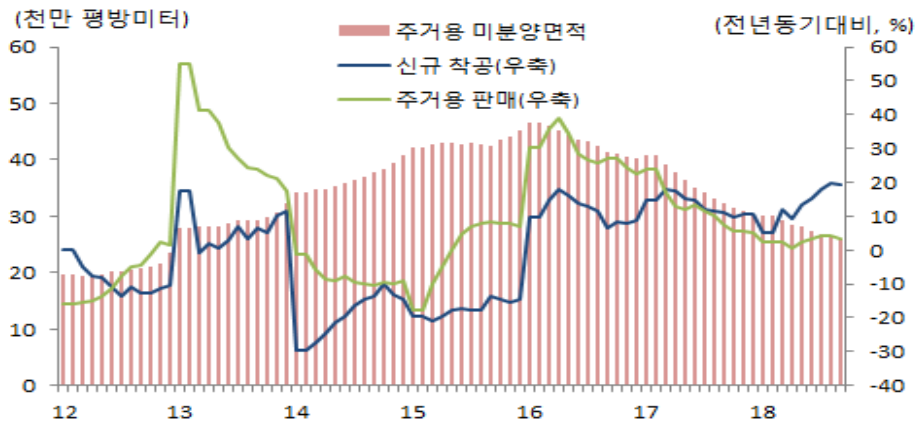
자료: BIS

46) “주택담보대출비율(LTV) 규제가 거시경제에 미치는 영향”, KDI, 2014

다. 공급측면

공급측면에서 최근 주택 재고가 감소하고 미분양면적이 축소되는 등 공급과잉이 완화되고 있는 점은 부동산 시장의 급격한 둔화 우려를 완화하고 있다. 중국의 부동산 가격이 상승하면서 주택 판매가 크게 증가하였으나 최근 각종 규제 강화로 주택투자자와 신규주택 착공 증가세가 둔화되며 점차 재고가 해소되고 공실면적이 적어지는 모습을 보이고 있다. 중국 주거용 부동산의 미분양면적은 2016년 2월 4억 6,635만 평방미터를 정점으로 감소하여 2018년 9월 2억 6,010만 평방미터를 기록하였다. 2016년 하반기 부터 주택재고 증가율이 마이너스를 나타냈으며 2018년 8월 기준 30개 도시 주택재고가 2013년 이후 가장 낮은 수준을 기록하는 등 재고부담도 완화되고 있어 수급측면에서는 급작스런 부동산가격 하락 가능성은 높지 않은 것으로 보인다. 그러나 둔화세를 보이던 부동산투자의 선행지표인 신규착공 증가세가 2018년 들어 증가하는 모습은 향후 주택공급 및 거래량에 영향을 미칠 수 있는 만큼 이를 주시할 필요가 있다.

[그림 70] 중국의 주거용 공실면적, 신규착공 및 주거용판매 증가율 추이



자료: CEIC

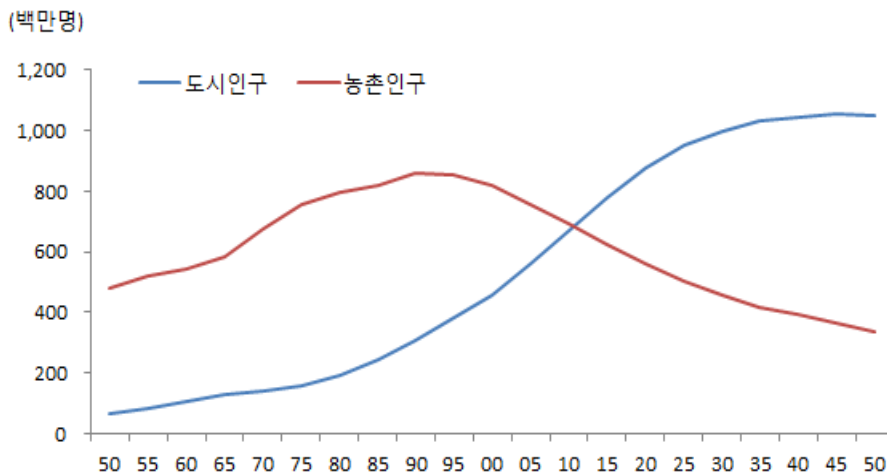
라. 인구측면

인구측면에서 신형도시화 추진으로 인한 도시로의 인구유입은 주택수요를 증가시키

는 원인으로 작용하겠지만 중국의 생산가능 인구 감소로 인한 주택 구매가능 인구의 감소는 중장기적으로 부동산수요의 감소를 가져올 것으로 전망된다.

중국은 농민공의 소득증대와 이에 따른 내수확대를 목표로 도시화 정책을 지속적으로 추진하고 있어 앞으로 도시로의 인구유입은 더욱 늘어날 전망이다. 중국 정부는 2014년 3월 ‘신형도시화계획(2014~2020)’, 2017년 1월 ‘국가인구발전계획 2016~2030’을 발표하여 상주인구의 도시화율을 2020년 60%, 2030년 70%로 확대하려는 목표를 제시하였다. UN 인구전망에 따르면 중국인구의 도시유입은 꾸준히 증가하여 2020년 전체인구의 61.0%, 2035년에는 71.1%까지 늘어날 전망이다. 이러한 도시화는 호구제 개혁과 병행되어 도시지역의 주택수요를 증가시켜 2020년까지 6,400만호의 신규주택이 필요할 것으로 예상된다. 특히 현재 지방정부와 관련이 높고 재고누적 문제가 발생하여 가격하락 리스크를 지니고 있는 3, 4선 도시의 경우 1, 2선 도시에 비해 상대적으로 호적제도의 영향을 받지 않으면서 전입이 용이하기 때문에 인구이동을 통해 리스크 가능성을 낮출 수 있을 것으로 판단된다.

[그림 71] 중국의 도시 및 농촌인구 전망

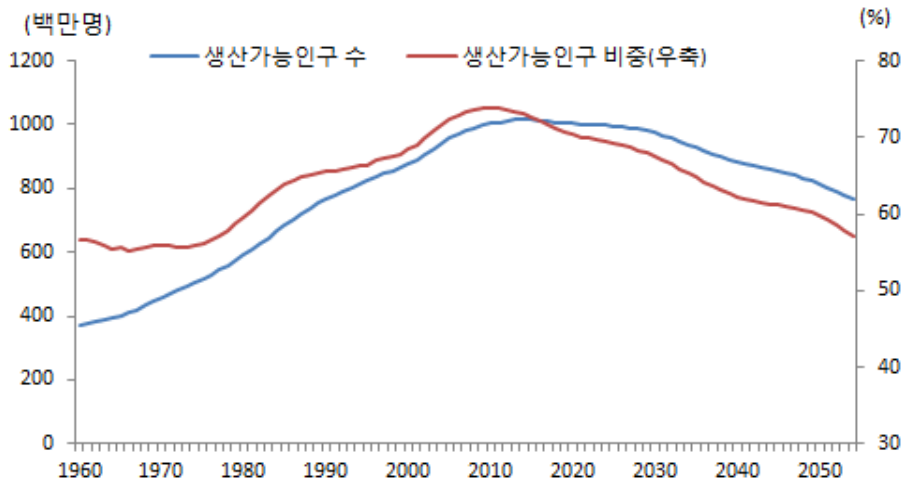


자료: UN

반면 생산가능인구 감소세 전환에 따른 주택수요층 감소는 중국의 부동산시장의 가격조정을 가져올 가능성이 있다. UN 인구전망에 따르면 중국의 15~64세 생

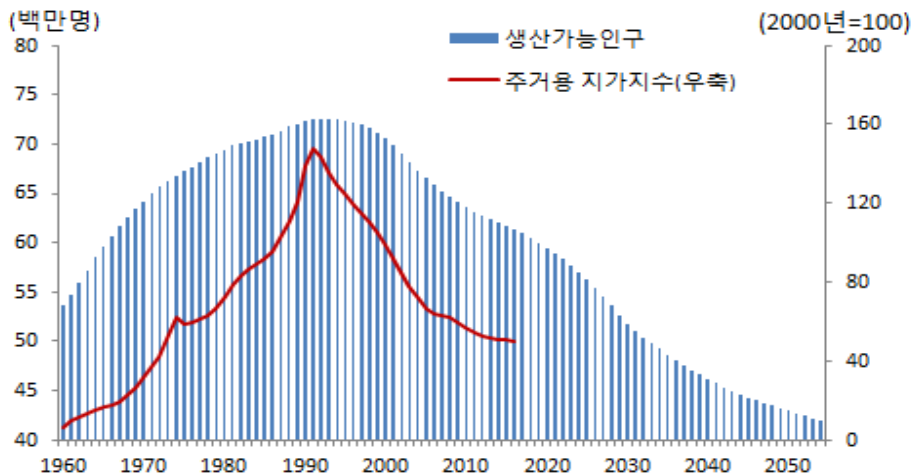
산가능인구는 2015년 10.1억 명을 정점으로 감소하기 시작하였으며, 감소세가 가팔라지는 모습이다. 2016년부터는 생산가능인구가 연간 0.2% 이상씩 감소하는 등 하락폭이 커지는 것으로 나타났다. 일본의 경우 생산가능인구가 감소세로 전환된 1990년대 중반부터 주거용 지가지수도 하락하는 모습을 보이고 있어 중국의 경우도 경제활동인구가 본격적으로 감소하는 2016년 이후 주택수요 감소의 가능성이 있다.

[그림 72] 중국의 생산가능인구 전망



자료: UN

[그림 73] 일본의 생산가능인구 및 지가지수 추이



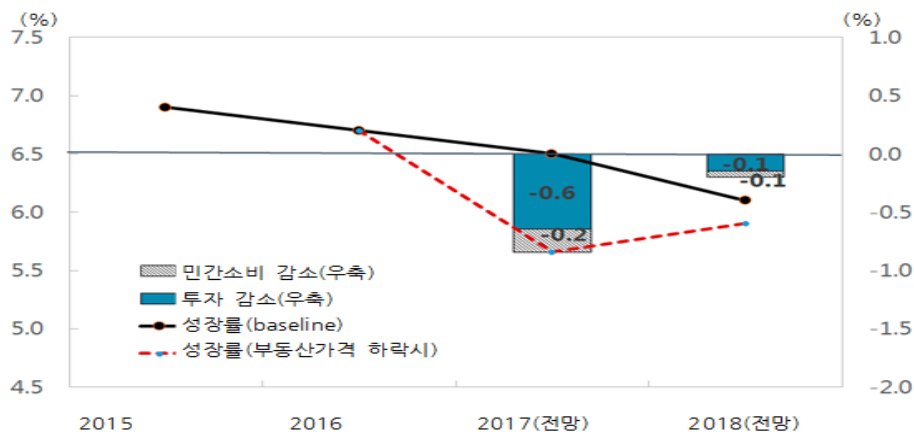
자료: UN, The Japan Real Estate Institute

5. 소결

중국의 부동산시장은 그림자금융, 지방정부, 은행 등과 상호밀접하게 연관되어 있어 어느 부분의 부실이 다른 곳으로 전이되어 경제전반에 미치는 영향이 큰 것으로 나타났다. 중국 부동산경기의 급격한 둔화는 가계의 소비위축, 건설 및 고정자산투자 축소, 지방정부 재정악화에 따른 인프라 투자 감소, 부동산 관련 산업의 위축 등을 통해 실물경제에 부정적 영향을 가져올 것으로 예상된다. 또한 금융부문에서도 부동산시장 둔화는 가계 및 기업대출 부실로 이어져 은행 건전성을 악화시킬 수 있으며 지방정부, 그림자금융, 은행으로 이어지는 결합리스크 발생으로 금융시스템에 위기를 초래할 가능성이 있다.

IMF(2017)는 최근 보고서를 통해 중국의 주택가격 하락이 거시경제 및 금융 안정성에 영향을 미칠 것이라고 분석하였다. 주택가격이 10~15% 하락시 국민계정 부동산부문 고정자본형성이 6% 둔화되며 이러한 부동산 투자 감소가 철강, 시멘트 및 건설기계와 같은 업스트림부문에 영향을 주어 GDP성장률을 0.6%p 감소시킬 전망이다. 또한 소비부문에서는 주택가격 하락이 부(富)의 효과 뿐만 아니라 자동차, 전자제품과 같은 다운스트림 산업에 영향을 줄 것으로 분석했다. 국가별 분석을 통한 주택가격에 대한 소비의 장기탄력성 추정결과 주택가격의 10~15% 하락이 성장률을 0.1~0.2% 하락시키며, 투자부문 감소분을 감안하면 성장률을 0.9%p 하락시킬 것으로 분석하였다.

[그림 74] 부동산가격 하락시 성장률 시나리오



자료: IMF

IMF는 또한 부동산가격 하락시 은행부문, 그림자금융, 부동산개발회사 등을 통해 중국의 금융부문에 부정적 영향을 미칠 것이라고 분석했다. 은행부문의 경우 중국의 저축률이 높고 모기지에 대한 최소 지불금 요건이 비교적 높아 부실가능성이 크지는 않다고 보고 있으나, 최근 P2P대출과 같이 비공식채널을 통한 차입의 경우 부동산가격 하락시 대출의 채무불이행 리스크를 증가시킬 수 있음을 우려하였다. 한편 소규모 부동산개발업자의 경우 그림자금융 등을 통해 조달한 자금으로 토지구입을 하는 경우가 많은데 이를 대체할 만한 자금조달수단이 없어 상대적으로 리스크가 발생할 가능성이 높다고 분석하였다. Deutsche Bank(2016) 분석에 따르면 주택가격이 10% 하락시 중국의 부동산개발업자들의 상각전 영업이익 대비 차입금(Debt to EBITDA) 비율은 하위 4분위 개발자의 경우 14%p 증가하여 74%까지 상승할 것으로 분석하였다.

이와 같이 중국의 부동산시장 둔화는 실물부문 및 금융부문 전반에 걸쳐 영향을 미칠 것으로 예상되지만 급격한 둔화에 따른 리스크 발생 가능성은 제한적일 것으로 보인다. 중국의 소득대비주택가격비율(PIR, Price to Income Ratio)은 UN이나 World Bank에서 합리적으로 간주하는 수준을 초과하고 있으며 주요국과의 비교에서도 높게 나타나 중국의 부동산 가격은 높은 편으로 판단된다. 그러나 모기지대출 규모가 크지 않을 뿐만 아니라 LTV 수준도 높지 않은 것으로 나타나 주택금융 관련 부문에서의 리스크 가능성은 높지 않은 것으로 보인다. 또한 최근 부동산시장 규제 강화로 주택투자 증가세가 둔화되며 점차 재고가 해소되고 공실면적이 축소되고 있어 수급측면에서의 리스크도 높지 않은 것으로 판단된다. 중장기적으로는 생산가능인구 감소세 전환에 따른 주택수요층 감소가 우려되나 신형도시화 계획이 호구제 개혁과 병행되어 실시됨에 따라 도시지역 주택수요를 증가시킬 것으로 예상되어 주택시장이 성장세를 이어갈 수 있을 것으로 전망된다.

그러나 중국은 최근 주요도시의 과도한 가격 인상과 3~4선 도시의 재고문제를 해결할 필요가 있으며 이러한 측면에서 정책당국의 이원적 규제조치는 바람직한 것으로 보인다. 부동산 시장의 급격한 둔화 가능성이 높지 않다고 하더라도 부동산 가격 수준은 높은 것으로 나타남에 따라 부동산가격의 소프트랜딩을 통한 주택시장 안정을 도모하는 정책방안이 필요하다.

IV. 그림자금융 리스크

그림자금융은 2008년 글로벌 금융위기의 진원지로 지목되면서 전 세계적으로 관심과 연구가 활발히 진행되고 있다. 중국의 그림자금융은 특유의 경제발전 과정과 금융시장 구조 등으로 서구 선진국의 그림자금융과는 차이점이 존재한다. 이에 따라 선진국과 동일한 시각으로 중국 그림자금융을 파악하고 분석하기도 어려운 측면이 있다. 그림자금융을 바라보는 중국과 서구의 관점이 전자가 제도권은행을 보완하여 신용창출 기능을 수행하는 긍정적 측면을 강조하는 반면 후자는 금융시장의 시스템적 리스크 부문에 초점을 두는 경향이 있다.

본 장에서는 중국경제의 위협요인 중의 하나로 앞 장의 부채, 부동산버블에 이어 그림자금융을 분석한다. 먼저 그림자금융의 정의와 분류에 대해 중국과 국제기준으로 구분한 다음 중국 그림자금융의 형성배경을 살펴본다. 이어서 중국 그림자금융의 규모를 파악하고 마지막으로 그림자금융의 리스크 요인들을 점검해 본다.

1. 그림자금융의 정의와 범위

그림자금융에 대한 정의와 범위는 국가별 금융체제와 금융발전 단계가 상이하기 때문에 각기 다른 특징을 나타낸다. 특히 중국은 특유의 금융제도, 금융상품의 미발달, 자산증권화 발전 정도의 미성숙 등으로 금융시장이 발전한 국가들과는 달리 그림자금융에 대한 통일된 정의를 내리기는 어렵다.

중국의 그림자금융기구는 대부분 독립적으로 존재하며 은행과의 상호관계에 있어서 그렇게 복잡한 연결고리를 형성하지 않고 분산된 형태를 띠고 있다. 반면 중국 이외 대부분 나라들의 경우에는 증권화를 통한 신용창출과 함께 그 제도권의 체계 속에서 은행과 같은 중개기능을 수행하고 모든 그림자금융기구는 그 전체가 하나의 그룹 형태로 존재한다.

이하에서는 그림자금융에 대한 정의와 범위를 중국 당국과 국제기준인 금융안정위원회(FSB, Financial Stability Board)로 구분하여 살펴보기로 한다.

가. 중국 당국의 그림자금융 정의와 분류

(1) 그림자금융 정의

중국 당국의 그림자금융에 대한 정의는 국무원과 은행업감독관리위원회(CBRC: China Banking Regulatory Commission)를 통해 알 수 있다. 국무원과 CBRC는 그림자금융의 용자 기능별로 정의하는 국제기준과는 달리 그림자금융 취급기구를 기준으로 그림자금융을 정의하고 있다.

국무원은 그림자금융에 대한 정의를 첫째, 인허가를 취득하지 않고 규제의 사각지대에 있는 금융(지하금융, 인터넷금융, P2P대출 등) 둘째, 신용기구에 의해 운영이 되나 금융인허가를 취득하지 않고 관리감독이 충분치 않은 금융(전당포, 신용보증회사, 마이크로파이낸스 회사 등) 셋째, 인허가를 취득하였으나 관리감독이 충분치 않은 금융(자산관리상품, MMF 등)으로 정의한다.

은행업감독관리위원회(CBRC)는 국무원과 달리 그림자금융을 정의하고 있는데 CBRC의 관리감독 하에 있는지 여부가 중요하다. 즉 비은행기구라 하더라도 CBRC의 관리감독 하에 있으면 그림자금융에 포함시키지 않는다. 예를 들면 신탁회사, 재무공사, 자동차금융회사, 금융임대회사, 화폐중개회사, 소비금융회사 등은 그림자금융에서 제외한다.

위와 같이 중국 당국은 그림자금융에 대한 정의를 내리고 있으나 그림자금융에 대한 포괄범위가 상이하고 명확히 정의가 통일되어 정립되었다고는 볼 수 없다. 일반적으로는 당국의 관리감독밖에 있거나 완화된 금융을 협의의 그림자금융으로 정의하고 협의의 그림자금융에 당국의 관리감독이 약화되어 있거나 관리감독밖에 있는 제도은행권외의 신용중개기구를 포함해 광의의 그림자금융으로 정의한다.

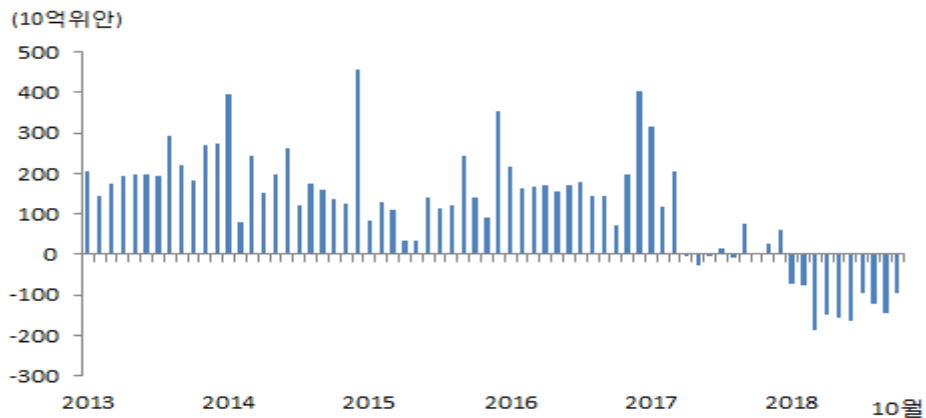
중국의 그림자금융을 협의 개념으로 보면 사회용자층액 중 국유은행 중심의 제도은행권이 취급하는 세 가지 상품 즉 위탁대출, 신탁대출, 은행인수어음을 들 수 있으며, 여기에 소액대출회사 대출과 P2P 인터넷 대출을 포함시키기도 한다. 광의 개념으로 보면, 협의의 그림자금융에 비은행금융기구의 자산관리상품, 민간대차를 포함하는 은행시스템 외부영역에서 이루어지는 모든 신용중개를 포괄한다고 볼 수 있다.

(2) 그림자금융 대상항목의 분류

(가) 위탁대출(entrusted loans)

중국은 기업 간 대출이 금지되어 있어 은행이 정부, 기업, 개인 등의 투자자로부터 위탁 받은 자금을 중계수수료를 받고 차입자에게 대출해 주는데 이를 위탁대출이라 한다. 은행의 중개 내역은 재무재표상의 대출로 계상되지 않기 때문에 그림자금융으로 분류된다. 은행 입장에서는 위탁대출을 통해 얻는 수익이 직접 대형기업에 대출해주는 정규 대출금리 수익보다 높아 이를 선호하며, 은행은 중개인의 입장에서 위탁수수료를 받는 것 외에는 어떤 리스크도 지지 않는다. 한편 위탁을 의뢰한 대형기업의 경우를 예로 들면 주식증자, 채권발행 등 여러 경로를 통해 얻은 자금으로 위탁대출에 참여함으로써 더 높은 수익을 얻을 수 있다.

[그림 75] 중국 위탁대출 추이



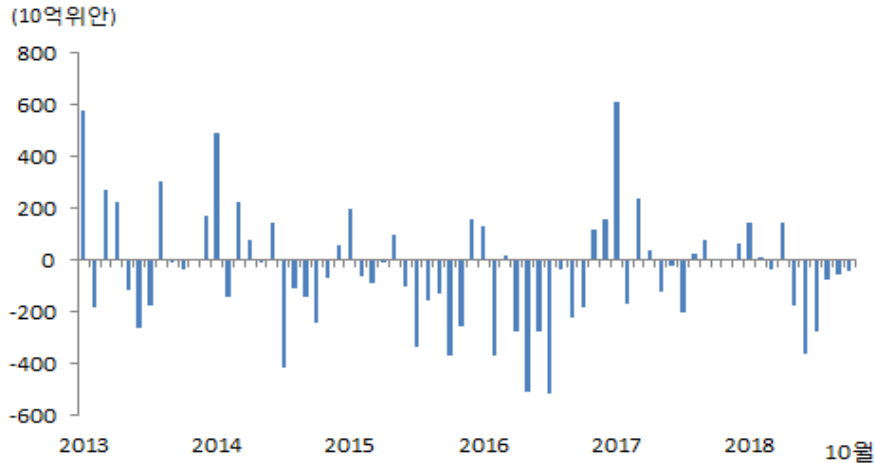
자료: CEIC

(나) 신탁대출(trust loans)

신탁대출은 은행권이 해당 대출채권에 기반, 또는 신탁회사의 신탁투자상품과 연계하여 판매하는 자산관리상품(WMPs)이 대표적이다. WMPs는 일반예금 금리 2~3%에 비해 고수익률인 평균 5~10%로 가계와 기업주체의 주요 투자수단으로 활용되고 있다. 신탁대출은 용자대상이나 여신조건 등을 수탁자(신탁회사)가 확정하고 대출금 회수 위험도 수탁자가 부담한다. 위탁자(은행)는 수탁자가 차주와 체결하는 대출계

시스템과 연결된다. 대부분의 인수어음을 자산관리상품으로 판매하는 은행은 재무 대표상에 기재할 필요가 없다.

[그림 77] 중국 은행인수어음 대출 추이



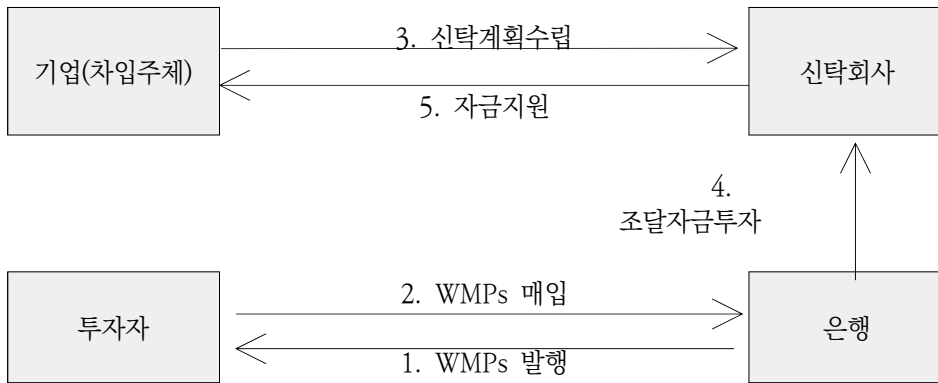
자료: CEIC

(라) 자산관리상품(WMPs)

자산관리상품(Wealth Management Products, 이하 WMPs)은 예금수탁이 금지된 신탁회사가 개인이나 기업의 자산을 수탁 받아 관리하면서 이에 기초하여 대출을 발생시키는 구조로 이루어진다. 주로 신탁회사가 다양한 WMPs를 만들고 이를 정식 은행의 소매창구를 통해 일반인에게 판매하는 구조이다. 여기에서 은행은 판매중개자 역할만을 수행함으로써 수수료를 수취하게 되며, 은행의 명시적인 상환보증은 없다. WMPs의 유형은 크게 은행과 신탁회사 연계형, 은행의 대출자산에 기반한 신탁대출, 다수의 은행과 신탁회사가 연계한 형태 등 크게 세 가지로 분류할 수 있다.

은행과 신탁회사가 연계한 형태의 경우 은행이 WMPs 발행을 통해 조달한 자금을 신탁회사의 신탁계획에 투자하는 것으로 운용구조는 아래 [그림 79]과 같다.

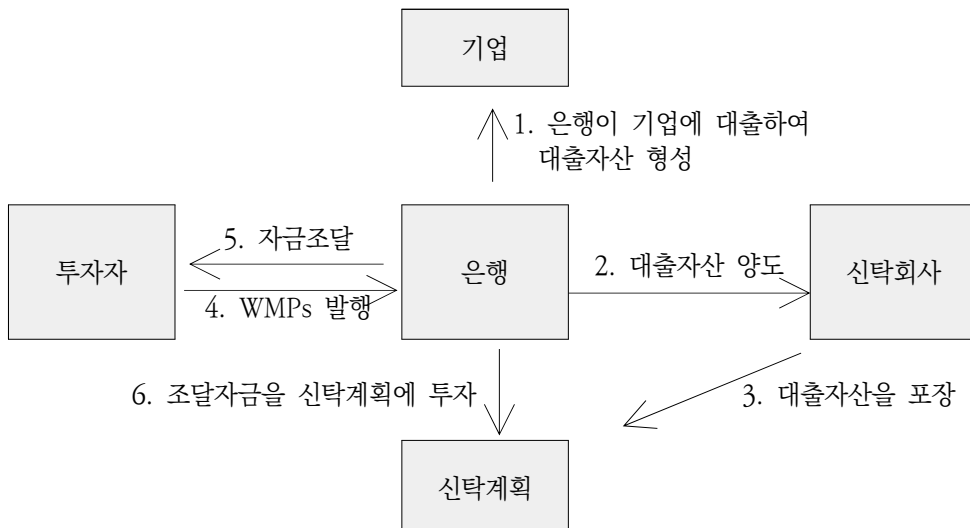
[그림 78] 은행과 신탁회사 연계형 WMPs



자료: KB금융지주 경영연구소(2014), 중국 그림자금융 리스크 점검

은행 대출자산에 기반한 WMPs[그림 80]는 제도권은행이 예대율 및 유동성 규제를 피하기 위해 많이 활용하고 있으며 중국 그림자금융의 전형적인 형태라고도 할 수 있다. 즉 은행은 대출 채권을 신탁회사에 양도하고 신탁회사는 이를 포장하여 신탁계획을 수립한 다음, 은행은 신탁계획에 의거한 WMPs 발행을 통해 모집한 자금을 신탁계획에 투자하는 구조이다.

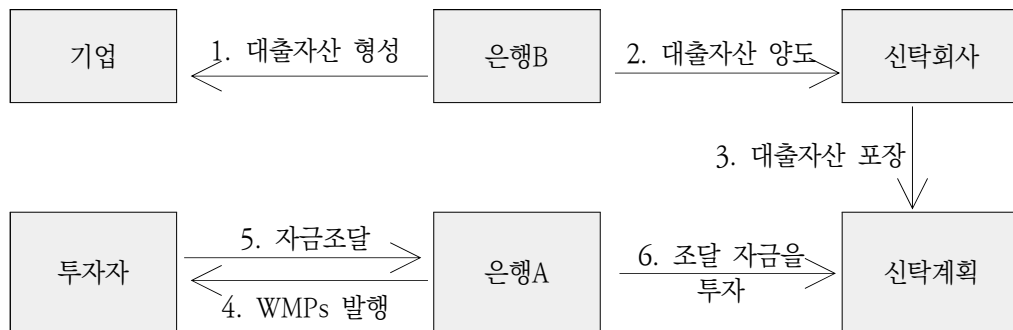
[그림 79] 은행 대출자산에 기반한 WMPs



자료: KB금융지주 경영연구소(2014), 중국 그림자금융 리스크 점검

다수의 은행과 신탁회사가 연계한 WMPs는 중국 CBRC(은감회)가 2009년말 WMPs를 발행한 은행의 자기 대출자산에 기반한 투자를 금지하자 아래 [그림 81]에서와 같이 제도권은행들이 당국의 규제 회피를 위해 다수의 은행과 신탁회사가 연계하여 상대방 은행의 대출자산에 기반한 신탁계획에 투자하는 형태의 WMPs를 발행하였다.

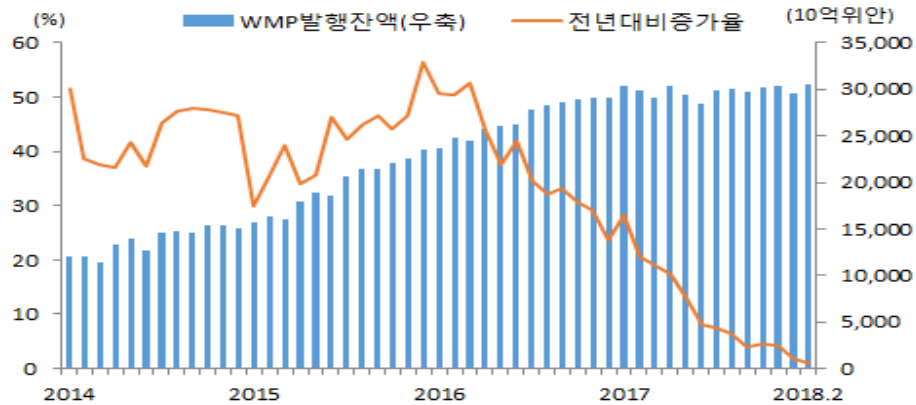
[그림 80] 다수의 은행과 신탁회사가 연계한 WMPs



자료: KB금융지주 경영연구소(2014), 중국 그림자금융 리스크 점검

WMPs 발행잔액은 2013년말 10.2조위안 수준에서 이후 연평균 40%를 상회하는 큰 폭의 증가율을 보이며 2016년말 29.1조위안으로 급증하였다. 그러나 중국 정부의 그림자금융에 대한 규제 강화가 본격화되기 시작한 2017년부터 WMPs 발행 잔액은 정체되는 양상이다. 2017년부터 WMPs 발행잔액 증가율은 지속적으로 둔화세를 보이고 있다. 2018년 2월말에는 전년동월대비 1.0% 증가에 그쳤으며, 발행잔액은 30.6조위안을 나타내고 있다.

[그림 81] 자산관리상품(WMPs) 추이



자료: CEIC

(마) 소액대출회사 대출

소액대출회사는 제도은행권에서의 자금차입 제약 하에 있는 계층을 대상으로 소액 대출업무를 취급하는 대출 금융기관이라 할 수 있다. 주로 중소 민영기업과 개인 상공업자, 농민을 대상으로 한 대출 업무를 하고 있다. 소액대출회사는 예금 업무를 취급하지 않고 대출위주의 자금운용업체로서 주요 대출재원은 자기자본과 차입금으로 구성되며 일반적으로 차입금은 자기자본의 50%까지 할 수 있는 것이 원칙이다.

중국의 소액대출회사는 2005년 중국인민은행과 은행감독관리위원회 등이 산시, 쓰촨, 구이저우, 네이멍구 등에서 공개입찰의 방식으로 투자자를 선정, 7개 소액대출회사를 시범적으로 운영함으로써 출발하였으며, 2008년 5월 중국 인민은행과 은행감독관리위원회의 ‘소액대출회사 시범운영에 관한 지도의견’과 2009년 6월 은행감독관리위원회의 ‘소액대출회사의 촌진은행 전환설립에 관한 집행규정’을 그 설립근거로 하고 있다.⁴⁷⁾

소액대출회사 대출은 2006년부터 회사 규모와 종사원, 납입자본금 규모와 대출잔액면에서 급성장세를 보이며 2013년까지 증가세를 시현하였으나, 2014년 이후 대출잔액이 9천억위안 수준에서 큰 변화 없이 정체상태를 지속하고 있다.

47) 중국 그림자금용의 거시경제적 비용-편익 구조 연구, 박진오(2017) 참조

[표 2] 중국 소액대출회사 현황

(단위: 개, 명, 억위안)

구분	소액대출회사수	종사원	납입자본	대출잔액
2011년말	4,282	47,088	3,319	3,915
2012년말	6,080	70,343	5,147	5,921
2013년말	7,839	95,136	7,133	8,191
2014년 9월말	8,591	104,656	8,070	9,279

자료: 중국인민은행

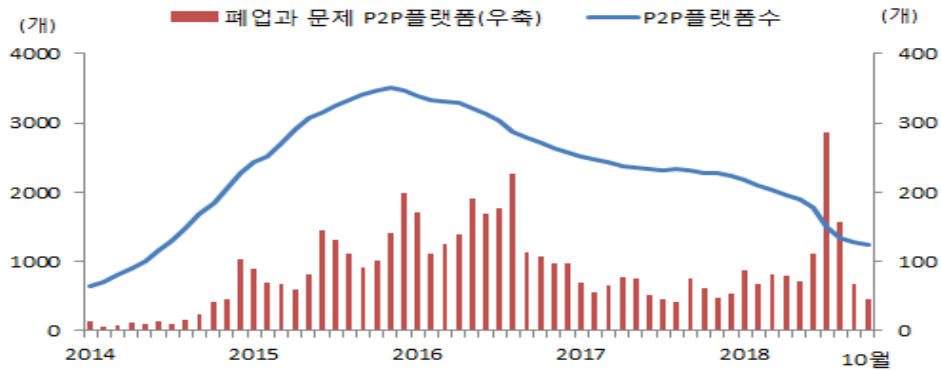
중국 금융시스템에서 소액대출회사는 차주의 신용도를 선제적으로 점검할 수 있는 시스템 구축이 미흡하고 대출금의 부실화 가능성 등이 높다는 점에서 금융시장의 불안요인으로 작용하고 있다.

(바) P2P 대출

소액대출회사의 단점을 극복하며 영역확장이 이루어지는 분야가 온라인 소액대출 중개업체라 할 수 있는 P2P(peer to peer) 대출이 있다. 중국의 P2P 대출시장은 인터넷 등 IT 기술 발전으로 개인, 소상공인, 중소기업 대출을 중심으로 급성장하였다. 일반적으로 P2P 플랫폼이라고도 불리는 대출회사는 중산층 이상의 일반대중(투자자겸 채권자)으로부터 자금을 모집하여 이를 자금이 필요한 일반대중(수요자겸 채무자)에게 자금을 대여함으로써 수수료를 수취하며 신용중개를 담당한다. 운용은 P2P 플랫폼 업체가 차주의 신용도를 점검하여 선별된 차주를 플랫폼에 게시하면, 투자자가 이를 확인한 후 계약을 체결하는 형태를 취한다.

P2P 대출잔액은 2014년 1,000억위안 수준에서 2018년 6월에는 1.32조위안으로 13배나 급증하였다. P2P 플랫폼 업체수 또한 2014년 1월 645개에서 2015년 11월에는 3,506개로 증가하였다. 하지만 P2P플랫폼 업체가 난립하면서 과대과장 광고를 통한 불법적 모집행위가 이루어지고, 우수 투자자 유치를 위한 경쟁과열 현상으로 차주의 채무불이행이나 P2P 플랫폼 업체의 고의부도 등 여러 문제점들도 발생하고 있다. 실제 2017년 폐업된 P2P플랫폼 업체수와 문제가 된 P2P플랫폼 업체수를 합하면 연간 735개에 달했으며 그 수는 2018년 1~10월 중 1,057개로 더욱 큰 폭으로 늘어났다.

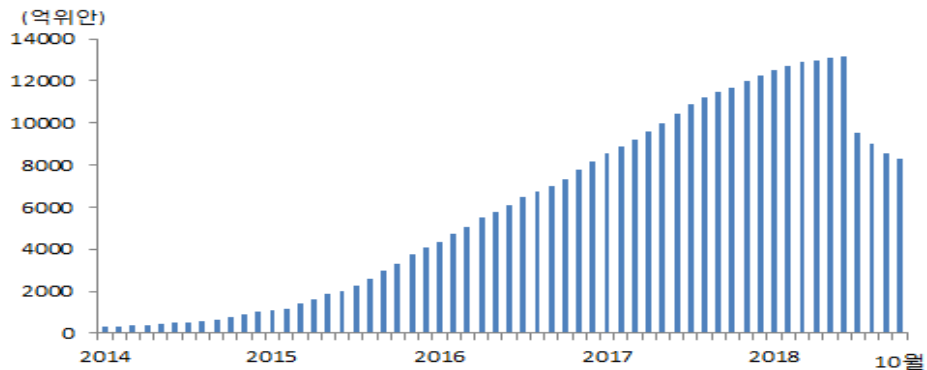
[그림 82] 폐업과 문제가 된 P2P 플랫폼수



자료: CEIC

이에 중국 정부는 2015년부터 은행감독위원회를 P2P 플랫폼 규제당국으로 지정하여 P2P 플랫폼에 대한 규제를 강화해 왔으며 최근에는 모든 온라인대출 플랫폼은 의무적으로 중국인터넷금융협회에 가입하도록 하여 P2P 대출중개 플랫폼에 대한 규제체계를 확립해 나가고 있는 중이다. 이 같은 중국 정부의 P2P대출에 대한 규제 강화로 P2P 플랫폼 업체수가 줄어들고 있으며 대출잔액 또한 2018년 6월 1.32조위안으로 정점을 기록한 이후 축소되면서 10월 현재 8,323억위안을 나타내고 있다.

[그림 83] 중국 P2P 플랫폼 대출 잔액 추이



자료: CEIC

나. 국제기구의 그림자금융 정의와 분류

(1) FSB의 그림자금융⁴⁸⁾ 정의

국제적 기준으로 그림자금융에 대한 정의는 금융안정위원회(FSB, Financial Stability Board)에서 내린 것이 대표적이다. 2010년 11월 G20 서울정상회의에서 회원국은 그림자금융의 위험 가능성을 경고하고 FSB에 그림자금융의 감독 및 규제를 강화하는 권고안을 마련하도록 요청하였다. 이에 따라 FSB는 그림자금융의 개념을 정립하였으며 규제 강화 방안 마련과 글로벌 그림자금융 관련 모니터링을 수행하고 있으며 2011년부터 매년 그림자금융 관련 보고서를 발간하고 있다.

FSB는 그림자금융을 광의(Broad Measure)와 협의(Narrow Measure)로 구분하여 정의하고 있다. 광의의 그림자금융은 “일반적인 은행시스템 밖에서 신용중개기능을 수행하는 기관과 활동(Credit intermediation involving entities and activities(fully or partly) outside of the regular banking system)을 의미한다. 협의의 그림자금융은 “비은행 신용중개 중에서 금융시스템 리스크를 확대시키거나 규제차익⁴⁹⁾을 추구하는 부문”으로 정의된다. 광의의 개념은 은행시스템 밖에서의 신용공급 현황을 점검하고 부문간 규제차익을 감지하는 데 유용한 반면, 협의의 개념은 시스템 리스크 유발 가능성에 집중하므로 규제방안 수립시에 필요하다고 할 수 있다.(이범호·정원경, 2012)

(2) 그림자금융의 분류

FSB는 광의의 그림자금융 측정 범주를 비은행금융중개기관 모니터링 집단(MUNFI: Monitoring Universe of Non-Bank Financial Intermediation)과 기타금융중개기관(OFIs: Other Financial Intermediaries)으로 구분한다. MUNFI 기준은 연

48) FSB는 2018년 10월 22일 그동안 사용해 왔던 그림자금융(shadow banking)이라는 용어를 보다 중립적인 의미가 담긴 ‘비은행 금융중개(non-bank financial intermediation)으로 변경하여 사용하기로 결정하였다. 이는 그림자금융이 금융시장을 통해 경제주체들에게 자금을 공급하는 긍정적 기능을 수행하고 있음에도 불구하고, 용어(shadow) 자체에 내포된 부정적 어감으로 인해 해당 업권 또는 상품에 불필요한 오해와 낙인효과(stigma effect)를 야기할 수 있다는 우려에 따른 것이다. 금번 용어변경은 ‘비은행 금융중개’ 부문을 지칭하는 용어의 기술적 명료성을 제고하는 데 있는 만큼, 그동안 FSB가 수행해 온 비은행 금융중개 부문에 대한 기존 모니터링 체계 및 정책 등 본질적 내용에는 변동이 없다. FSB는 금번 용어변경이 반영된 2018년도(2017년말 자료 기준)보고서는 2018년말경 발간할 예정이다.

49) 규제차익은 유사한 기능을 가진 금융상품이나 서비스 가운데 규제 비용이 가장 낮은 상품이나 서비스를 선택하여 이익을 창출하는 것을 의미한다.

금, 보험사, 투자펀드, 신탁, 여신전문회사, 증권사, 유동화기관, 기타 대부업 등을 포괄한 금융자산의 합계로 정의되며 가장 넓은 의미의 그림자금융에 해당한다. OFIs 기준은 MUNFI에서 연금과 보험사(채권보증전문 보험사 제외)의 금융자산을 차감한 것으로 정의되며 FSB에서는 일반적으로 OFIs 기준으로 광의 그림자금융을 분류한다.

[표 3] 광의의 그림자금융 통계 작성 범주

MUNFI									
연금	보험사		OFIs						
	생명보험, 손해보험, 재보험사	채권보증 전문 보험사	MMF	투자 펀드	신탁	여신 전문 기관	증권사	유동화 기관	기타

자료: 그림자금융 통계의 이해(김성준, 2016)

협의의 그림자금융은 광의의 그림자금융을 경제적 기능에 따라 5개(EF1~EF5)로 분류하고 해당기관 중 시스템 위험발생과 무관한 기관을 제거함으로써 선정한다. 협의 그림자금융의 경제적 기능별로 살펴보면 다음과 같다. EF1에는 대량환매 가능성이 있는 집합투자기구가 해당된다. 집합투자기구는 불특정 다수의 고객 자산으로 구성된 펀드 등을 운용하는 것으로 MMF, 투자펀드, 신탁 등이 있으며 금융시장 불안 시에는 투자자의 환매 요청으로 대량 환매가 발생할 위험이 있다. EF2는 단기자금 조달에 의존하는 여신기관으로 할부금융사, 리스사, 신용카드사, 대부업체 등이 속한다. 이들 기관들은 단기차입에 의존한 대출로 만기변환 위험과 레버리지위험에 노출되어 있다. EF3에는 직접금융시장의 시장조성자역할을 수행하는 증권사가 대표적이다. 증권사가 CP, RP 등 단기로 자금을 조달하는 경우 상당한 롤오버 위험과 유동성 위험에 취약하다. EF4에는 채권보증전문 보험사가 해당되며 보증과 CDS 등 신용보강을 통해 금융기관의 신용중개기능을 촉진하지만, 기초자산이 부실해질 경우 신용위험 이전에 따른 위험을 부담하게 된다. EF5는 부동산, 대출채권 등 당장 현금화하기 어려운 자산을 담보로 유동화증권을 발행하여 자금을 조달하는 유동화기관이 포함된다. 기초자산에 문제가 발생하면 신용창출 과정에서 연계된 금융기관간 리스크가 전이될 수 있다.

[표 4] 협의 그림자금융의 경제적 기능별 분류

구분	정의	포함기관	제외부문
EF1	대량환매 가능성이 있는 집합기구	MMF, 투자펀드, 신탁 등	주식형펀드, 주식형신탁 등
EF2	단기자금조달에 의존하는 여신전문기관	여신전문회사(카드사, 할부금융, 리스사 등), 대부업체 등	은행그룹소속 여신전문기관
EF3	직접금융시장에서 시장중개기능을 하는 기관	증권사	은행그룹소속 증권사
EF4	신용보강기능을 하는 채권보증전문 보험사	미국 모노라인 등	해당사항 없음
EF5	증권화를 통한 신용중개기능을 담당하는 유동화기관	ABCP, 합성ETF 등	자기증권화

자료: 그림자금융 통계의 이해(김성준, 2016)

2. 중국 그림자금융의 확대배경

중국의 그림자금융은 당국의 국유은행 중심의 신용할당과 억압적인 금융규제, 금융 시장의 발전 낙후, 시중 자금수급 불균형, 새로운 고수익창출에 대한 수요증대 요인 등으로 형성되기 시작하였다. 그림자금융은 제도권은행에게는 금융규제를 회피하고 대출재원 부족과 수익성 한계를 극복하는 방편으로 지방정부, 중소기업, 개인 등에게는 필요한 자금을 충족시켜주는 주요 조달창구로서의 역할을 하면서 빠르게 확대되었다.

가. 공급측 요인

대표적인 그림자금융의 공급주체는 중국의 제도권은행이라고 할 수 있다. 제도권은행에 의한 그림자금융의 형성배경에는 중국 정부의 은행에 대한 규제가 이면에 있다. 중국 정부는 2008년 글로벌 금융위기 이후 2010년까지 약 4조위안을 투입하는 경기부양책을 시행하여 지속적인 성장을 도모하였다. 그러나 그 과정에서 과도한 시중 유동성공급에 따른 후유증으로 고인플레이션율과 자산시장의 거품이 형성되었다. 이에 중국 정부는 2010년말부터 긴축정책으로 전환하였으며 중국 인민은행은

기준금리와 지급준비율을 인상하고, 은행에 대한 신규대출 억제 및 대출한도 조절 등 엄격한 창구지도를 시행하였다.

중국 당국의 은행에 대한 엄격한 관리감독과 규제는 시중은행들의 대출확대를 통한 예대마진수익 창출을 어렵게 하였으며, 고인플레이션으로 인한 마이너스 실질 금리가 장기화되면서 예금유치도 힘든 상황에 직면하게 되었다. 그 결과 중국 은행들은 새로운 수익창출과 자금운용을 모색할 수밖에 없었다. 이러한 배경 하에서 은행은 위탁대출, 신탁대출 등을 통해 장부외금융을 취급하게 되었고 그림자금융의 주요 공급주체로 등장하게 되었다.

중국의 은행들은 대출자산에 대한 규제가 상대적으로 약한 신탁회사를 통해 자금을 유동화하면서 대출한도를 확보하였으며, 이러한 대출자산의 유동화와 비제도권에서 창출되는 부외활동(off-balance sheet activity) 수입은 은행이 그림자금융의 주요 유동성공급주체로 기능하게 하는 계기로 작용하였다.

중국의 은행 이외 또 다른 그림자금융의 주요 공급주체로는 비은행금융기구(Non Banking Financial Institution)가 있다. 비은행금융기구에는 신탁회사, 소액대출회사, 신용보증회사, 전당포, 리스회사 등을 들 수 있다. 비은행금융기구는 은행과 달리 예금수취기능이 없으며 은행에 비해 규제가 약하거나 혹은 규제를 받지 않는다는 특징이 있다. 비은행금융기구는 제도권은행에서 자금차입이 어려운 개인, 중소기업, 소상공인 등에게 신용공급을 제공하면서 정부의 행정지도에 의해 움직이는 은행권 대비 시장수요와 환경에 탄력적이고 민첩하게 대응하여 왔다.

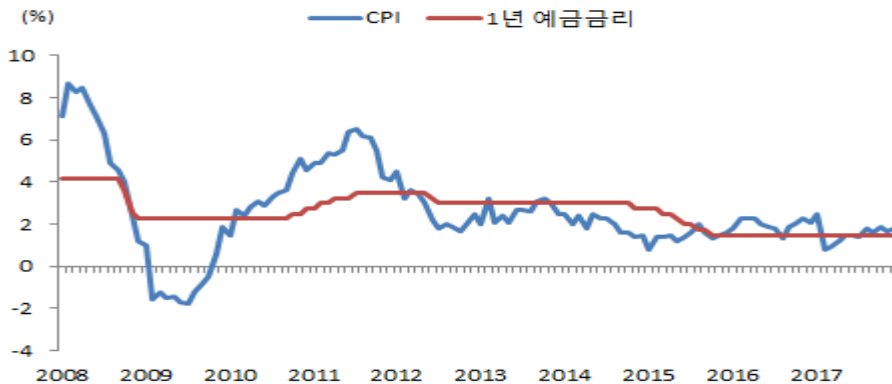
특히 신탁회사는 은행이 강화된 대출규제를 회피하기 위해 신탁회사를 통한 부외대출을 확대하는 과정에서 은행과의 협업을 통해 광의의 그림자금융 확대에 일조하였다. 신탁회사가 발행하는 재테크 상품의 평균수익률이 은행 예금금리를 크게 상회하면서 비약적으로 성장해왔으나 최근 그림자금융 확대의 주범으로 인식되면서 당국의 규제강화로 증가세가 둔화되는 양상을 보이고 있다. 소액대출회사는 주로 가게, 농민, 소상공인을 대상으로 하는 민간대출기구라 할 수 있다. 은행이 안정성 및 수익성을 우려하여 대출에 소극적인 반면 소액대출회사는 가게, 농민, 영세기업의 자금조달 수요를 충족시키면서 빠르게 성장하였다.

나. 수요측 요인

(1) 가계

글로벌 금융위기 이후 중국정부는 경기부양을 위해 시중에 신용공급을 확대하였고 이의 부작용으로 인플레이션이 발생하였다. 그러나 정부의 통제 하에 있던 예금금리로 인해 일반대중의 은행 저축수익률은 매우 낮게 유지되는 상태가 지속되었다. 2010~2011년 기간 중 은행 1년 예금금리는 연율 2.25~3.50%에 불과하였다. 이에 비해 과잉유동성 공급의 후유증으로 소비자물가상승률은 동기간 중 최고 6.5%까지 치솟는 등 인플레이션이 발생하였다. 이에 따라 명목금리에서 물가상승률을 차감한 실질금리는 마이너스를 기록하면서 일반 예금자들은 예금으로 오히려 손실을 보는 상황에 처하게 되었으며 이는 자연스럽게 고수익 투자상품을 찾는 수요로 연결되게 되었다. 일반투자자들은 예금금리보다 높은 수익률을 가져다 주는 자산관리 상품(WMPs), 신탁상품, 사모투자펀드 대체상품을 찾기 시작했으며 이에 따라 그림 자금용의 수요도 확대되었다.

[그림 84] 소비자물가상승률과 1년 예금금리 추이



자료: CEIC

(2) 기업

중국의 민간 중소기업은 은행들의 국유기업과 대기업에 대한 대출 선호 등 보수적 자금배분에 의해 신용배분 대상에서 배제되어 왔다. 은행 입장에서 중소기업은 대출 재원의 효율적 운용과 대출 메카니즘 측면에서 국유기업이나 대기업에 비해 경쟁력

이 떨어졌기 때문이다. 또한 중소기업은 금융시장의 미발달로 인하여 회사채발행, 공모시장 등을 통한 자금조달 수단도 제한적이었다. 중소기업의 경우 까다로운 상장 요건을 충족하기가 힘들고 회사채발행의 문턱도 높아 자본시장을 통한 자금조달에도 근본적인 한계가 있었다. 이러한 이유들로 중소기업은 부족한 자금을 신탁회사, 민간대출, P2P대출, 지하금융 등 그림자금융을 통해 조달하는 경향이 심화되었다. 실제 2014년 기준 중국 전체 기업 중 16.6%가 그림자금융을 이용한 것으로 집계되었는데 중소기업이 대부분의 비중을 차지하였다.

(3) 지방정부

지방정부는 2010년 이후 중앙정부의 지방부채에 대한 통제 강화와 지방정부의 ‘성장 지상주의’로 인한 투자재원 확보 차원에서 그림자금융 수요가 증대하였다. 지방정부는 중앙정부에 의한 긴축정책 전환과 지방정부 부채확대를 통제하는 과정에서 은행차입에 제약을 받게 되었다. 또한 지방정부 관료들은 투자확대를 통한 성장 목표를 달성하기 위해 부족한 재원을 은행에 비해 상대적으로 차입한도나 규제가 자유로운 그림자금융을 활용하게 되었다. 지방정부는 전통적인 은행대출 방식 외 대출 자산 증권화 혹은 부외이전과 같은 경로를 통해서 필요한 자금을 조달하는 비중을 확대하였다.

대표적으로 지방정부는 2008년 이후 완화된 규제환경을 틈타 10,000여개가 설치된 지방정부융자플랫폼(LGFV)을 설립하여 활용하면서 그림자금융에 대한 의존도가 높아졌다. 2013.6월말 현재 지방정부 부채는 총 17.9조위안이며 이 중 은행 차입금이 10.1조위안으로 전체의 56.5%, LGFV를 통한 부채잔액이 6조위안으로 38.0%를 점유하는 등 지방정부 부채의 조달 원천 중에서 그림자금융이 차지하는 비중이 확대되었다.(한재현, 2014)

한편 중국 그림자금융은 주요 시기별로 대표성을 띤 기구와 업무의 출현에 따라 단계별로 특징을 보이며 확대되어 왔다. 아래 [표 5]에서 볼 수 있듯이 1979년 중국 신탁업 개시를 시작으로 1990년대 각종 사모투자기금과 투융자담보회사가 출현하였고, 21세기에 들어와서는 2005년 자산증권화와 소액대출회사가 개시되었으며 P2P 등의 인터넷 금융의 급속한 발전을 통해 그림자금융의 영역이 확대되고 있다.

[표 5] 중국 그림자금융의 발전단계

시기	대표적 기구 또는 업무	그림자금융 발전단계
1979년	국제신탁투자공사설립	1979년 중국의 국제신탁투자회사가 북경에 설립됨으로써 중국 신탁업 개시
90년대 전후	각종 사모투자자금 설치	중국의 사모투자자금 업종의 발전이 집중된 시기로서 21세기 들어 고속성장 지속
1993년	투융자담보회사 설치	1993년에 중국정부로부터 투융자담보회사가 공식 인가, 비준
2005년	자산증권화 개시	2005년에 국가개발은행과 중국건설은행이 시범조직으로 구성, 각각 신용대출건의 자산증권화와 주택담보대출의 증권화를 공식 전개
2005년	소액대출회사 개시	2005년에 전국 최초로 산서성 평요현에 소액대출회사 설립
21세기	인터넷금융 활황	제3자 지급, 인터넷 재테크, P2P 등의 인터넷 금융 급속 발전

3. 중국 그림자금융 규모

가. 협의 그림자금융 규모

중국의 포괄적인 유동성 지표라 할 수 있는 사회용자총액은 크게 은행대출과 위탁대출, 신탁대출, 은행인수어음, 기업채권과 비금융기업주식용자 등으로 구성된다. 사회용자총액 규모는 2007년 32조위안 수준에서 2017년에는 175조위안 수준으로 대폭 증가하였으며, GDP대비 비중으로는 동기간 중 119%에서 2017년에는 210%로 크게 늘어났다.

[표 6] 사회용자총액 변화 추이(Stock)

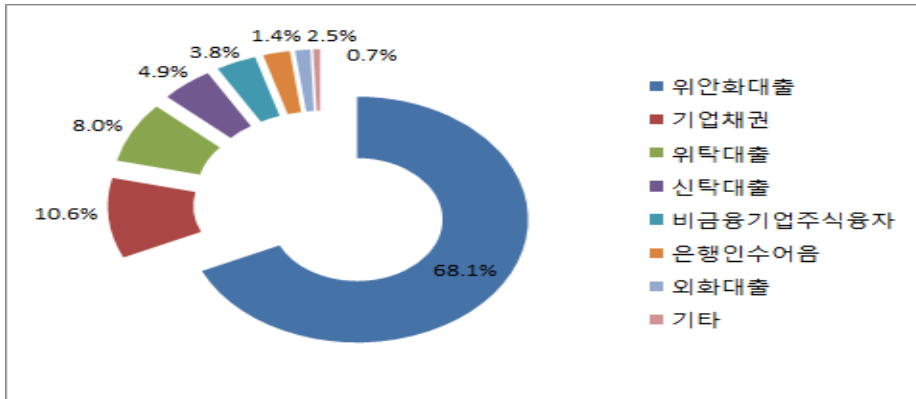
(단위: 조 위안)

구분	사회용자 총액	위안화 대출	외화 대출	위탁 대출	신탁 대출	은행 인수어음	기업 채권	비금융기 업주식용자
2007	32.13	25.16	1.14	1.45	0.37	1.16	0.80	1.36
2008	37.98	29.86	1.20	1.87	0.69	1.26	1.44	1.60
2009	51.18	39.21	1.87	2.53	1.12	1.72	2.67	1.89
2010	64.99	47.01	2.16	3.64	1.51	4.06	3.80	2.47
2011	76.75	54.58	2.45	4.41	1.71	5.07	5.18	2.91
2012	91.42	62.77	3.11	5.17	3.00	6.11	7.48	3.16
2013	107.46	71.68	3.33	7.22	4.83	6.88	9.29	3.37
2014	122.86	81.43	3.47	9.33	5.35	6.76	11.69	3.80
2015	138.28	92.75	3.02	11.01	5.45	5.85	14.63	4.53
2016	155.99	105.19	2.63	13.20	6.31	3.90	17.92	5.77
2017	174.71	119.03	2.48	13.97	8.53	4.44	18.44	6.65

자료: 중국인민은행

2017년말 현재 사회용자총액 중 가장 큰 비중을 차지하는 항목은 위안화대출로 68.1%이며 그 다음으로 기업채권 10.6%, 위탁대출 8.0%, 신탁대출 4.9%, 비금융기업주식용자 3.8%, 은행인수어음 2.5% 순을 보이고 있다. 2008~2017년 기간 중 항목별 연평균 증가율을 살펴보면, 사회용자총액 중 가장 큰 비중을 차지하는 위안화대출은 16.9%를 보인데 비해 신탁대출 39.7%, 위탁대출 25.9%, 은행인수어음 20.4% 등으로 모두 위안화대출 증가율을 상회하였으며 특히 신탁대출이 가장 높은 성장세를 보였음을 알 수 있다.

[그림 85] 사회용자총액 구성비(잔액, 2017년)

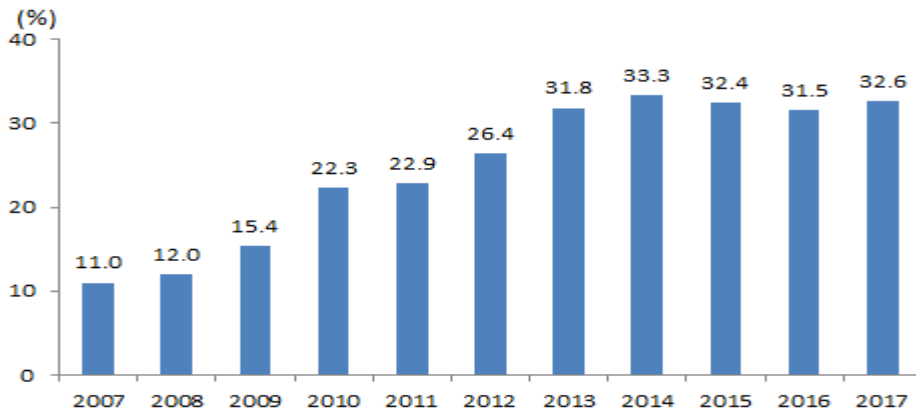


자료: CEIC

일반적으로 중국의 협의 그림자금융 규모 추산은 인민은행에서 공식적으로 발표하는 통계인 사회용자총액을 통해 많이 이용되고 있다. 물론 연구자에 따라서는 협의 그림자금융을 사회용자총액 이외에도 소액대출회사 대출과 P2P 대출 등을 포함하는 등 다양한 방법으로 구하기도 한다. 본 분석에서는 협의 그림자금융의 규모를 파악하기 위해 통계의 신뢰성과 이용가능성 등을 고려하여 사회용자총액 내 국유은행 중심의 제도은행권이 취급하는 위탁대출, 신탁대출, 은행인수어음의 합계를 이용하기로 한다.

이에 따르면, 중국의 협의 그림자금융 규모는 2007년말 3조위안 수준에서 2011년말 11.2조위안, 2014년말에는 21.4조위안으로 20조위안을 돌파하였으며 2017년말 현재 26.9조위안으로 확대되었다. 동 기간 중 그림자금융 규모는 사회용자총액 증가율 18.6%보다 높은 매년 연평균 26%에 달하는 높은 증가율을 시현하였다. 한편 GDP 대비로 본 협의 그림자금융 비중은 2007년말 11% 수준에서 2014년말 33.3%로 최고를 기록한 뒤 2015년 이후 중국 당국의 그림자금융에 대한 관리감독이 강화되면서 그 비중이 추가적으로 확대되지는 않는 모습을 보이며 2017년말 현재 32.6%를 기록하고 있다.

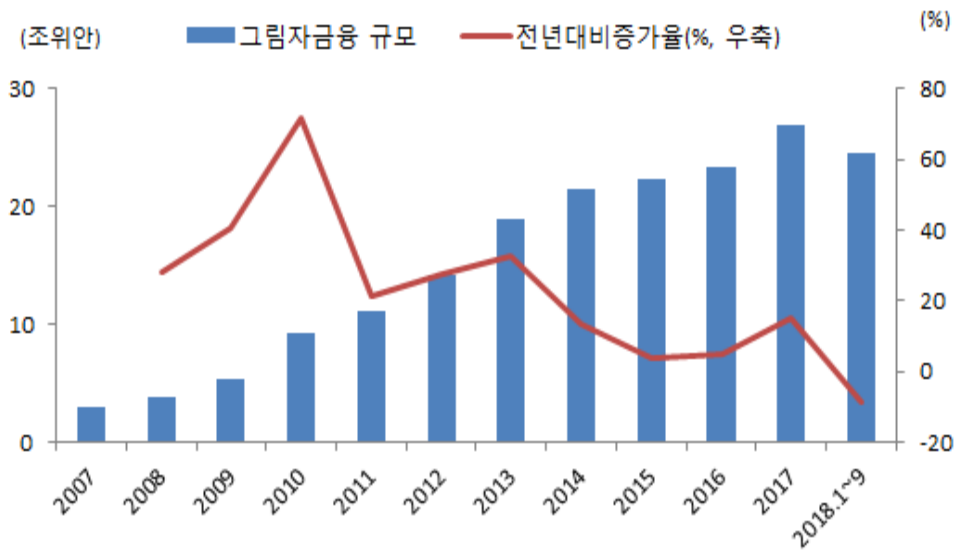
[그림 86] 협의의 그림자금융/GDP 대비 비중 추이



자료: CEIC

특히 2017년부터 본격화된 중국 당국의 금융시스템 위험 예방을 위한 관리감독 강화로 2018년 3분기말 현재 협의 그림자금융의 규모는 전년(26.9조위안)보다 위축된 24.6조위안을 보이고 있으며, 전년대비 증가율 또한 2007년 이후 처음으로 -8.6%의 감소를 보이고 있다.

[그림 87] 중국 협의의 그림자금융 규모와 증가율 추이



자료: CEIC

나. 광의 그림자금융 규모

광의 그림자금융은 일반적으로 협의의 그림자금융에 제도권 은행시스템 외부영역인 비은행금융기구와 민간대출을 포괄하는 넓은 의미의 신용중개를 의미한다. 중국 광의 그림자금융의 규모는 그림자금융에 대한 포괄범위가 상이하고 정확한 규모 파악이 어려운 한계로 인해 각 기관별 추정치에 상당한 차이를 보이고 있다. Douglas J. Elliot, Yu Qiao(2015)의 자료에 따르면, 중국 기관과 국제투자은행이 추산한 중국의 광의 그림자금융 규모는 2013년 기준 JP모건의 경우 최대 46조위안, GDP 대비 최대 81%에 달하는 것으로 보고하였다.

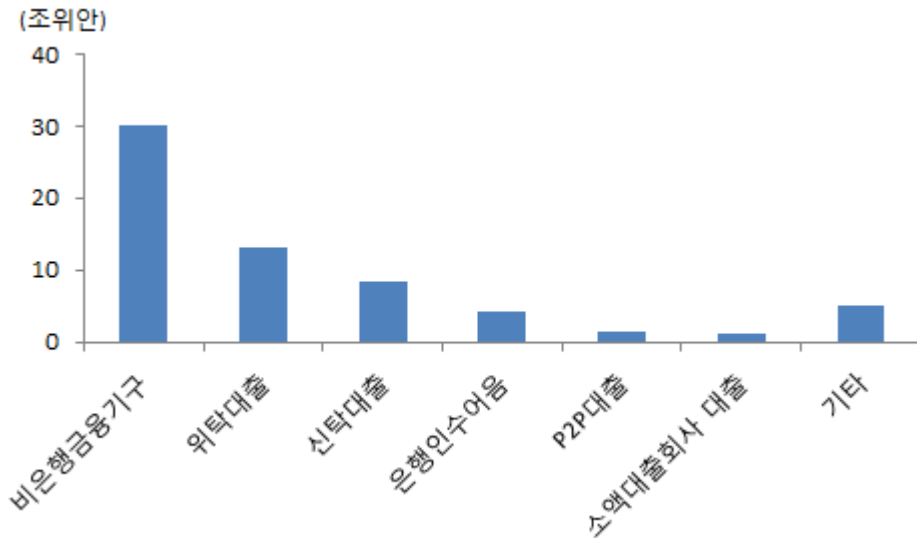
[표 7] 각 기관별 중국 그림자금융 규모 추정

구분	기준 년도	범위	규모	GDP대비 비중
중국금융감독 보고	2013	관리감독여부에 따라 소분류, 중분류, 대분류 등 3가지 범위로 구분	6~27조 위안	10.6~47.5 %
무디스	2014	위탁대출, 신탁대출, 민간 대차, 미인수어음, 재무담 보회사 여신, 재무회사대 출	45조위안	71%
스위스연합은행 그룹	2013	위탁대출, 신탁대출, 민간 대차, 미인수어음	28.4~39.8 조위안	50~70%
스탠다드차타드 은행	2013	신탁대출, P2P대출 등 신 용대출(기업간 대차와 채 권보험형태의 비은행여신 중개는 미포함)	4.6~12.5조 위안	8~22%
JP모건	2013	위탁대출, 신탁대출, 민간 대차, 미인수어음, 지하전 장, 기타 금융중계체계	46조위안	80.9%
브르킹스공공 정책연구센터	2012	협의와 광의로 구분, 제도 권은행 취급 상품(위탁, 신탁 대출 등)에 민간대차와 사모기금 등 포함시 ‘광 의’의 그림자금융 영역으 로 분류	9.8~20.9위 안	5.0~10.8%

자료: Douglas J. Elliot, Yu Qiao(2015), "Shadow banking in China: A primer"

가장 최근인 중국 증권사 해통증권의 자료에 따르면, 중국의 광의 그림자금융 규모는 2017년 기준 GDP의 76.2%인 63조위안으로 추산하였다. 항목별로는 비은행금융기구를 통한 그림자금융이 30조위안으로 가장 컸으며, 이어서 위탁대출 13.2조위안, 신탁대출 8.4조위안, 은행인수어음 4.2조위안, P2P대출 1.3조위안, 소액대출회사 대출 1.0조위안 순으로 나타났다.

[그림 88] 중국 광의 그림자금융의 부문별 규모(2017년 기준)



자료: 중국 해통증권

다. 국제기준의 중국 그림자금융 규모

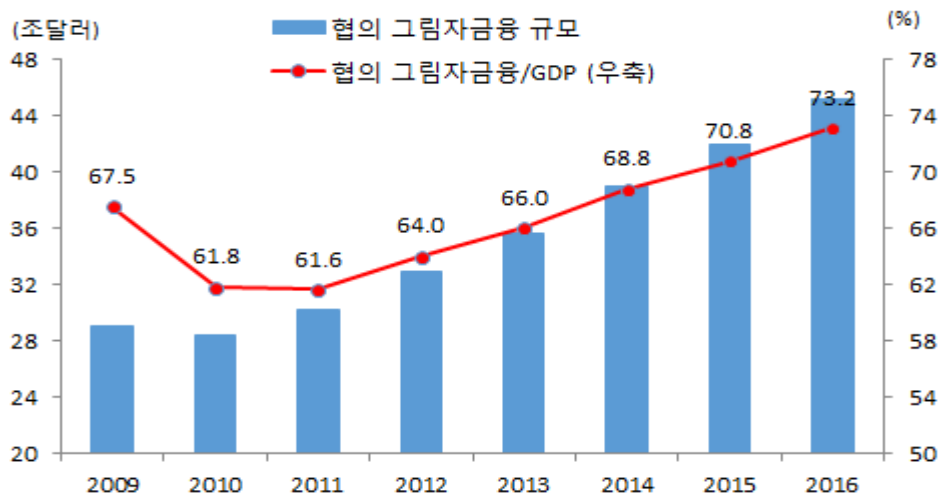
(1) 협의 그림자금융

FSB는 글로벌 그림자금융 통계를 매년 국가별로 광의와 협의로 나누어 집계하고 발표한다. 가장 최근인 2018년 3월에 발표된 「글로벌 그림자금융 모니터링 보고서 2017」에서는 처음으로 중국의 비금융중개기관을 구분하여 FSB의 협의의 그림자금융 통계에 포함시켰다. 2017년말 기준 FSB의 그림자금융 집계 조사대상국은 29개국이며 세계GDP의 80%, 세계금융자산의 90%를 차지한다.

먼저 글로벌 협의 그림자금융 규모의 추이를 살펴보면 다음과 같다. 세계 주요

29개국⁵⁰⁾을 대상으로 한 협의의 그림자금융 규모는 글로벌 금융위기의 영향으로 2010년에 전년대비 축소되었으나 이후 2011년 34.1조달러에서 2016년 45.2조달러로 확대되며 연평균 8.3%의 증가율을 보였다. 또한 동 기간 중 GDP대비 협의 그림자금융의 비중은 62%에서 73%로 약 11%p 높아진 것을 알 수 있다.

[그림 89] 글로벌 협의 그림자금융 추이

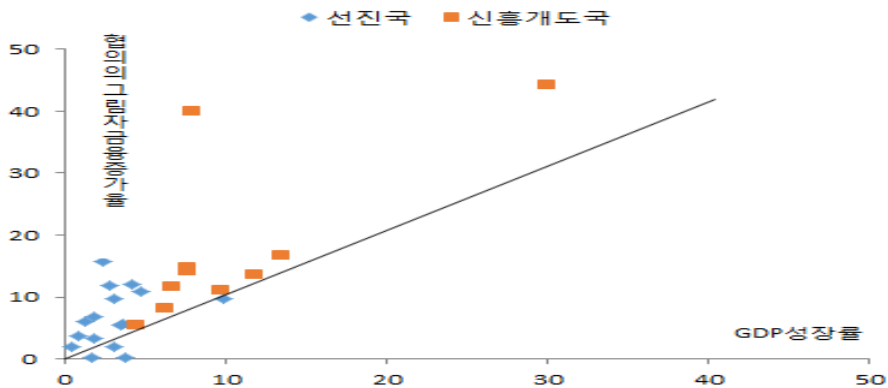


자료: Global Shadow Banking Monitoring Report 2017

글로벌 그림자금융은 2011년 이후 대부분의 국가에서 GDP보다 더 빠른 증가를 나타내고 있으며 특히 중국 등 신흥국에서 보다 뚜렷하게 나타나는 특징을 보여 준다. 이와 같은 현상은 선진국에 비해 상대적으로 금융시스템 발전이 더딘 중국 등 신흥개도국에서 금융서비스 제공이 급성장한 데 크게 기인하고 있다.

50) 29개국은 분석에 따라 21개국(아르헨티나, 호주, 브라질, 캐나다, 케이만군도, 칠레, 중국, 홍콩, 인도네시아, 인도, 일본, 한국, 멕시코, 러시아, 사우디아라비아, 싱가포르, 남아프리카, 스위스, 터키, 영국, 미국)과 8개국(벨기에, 프랑스, 독일, 아일랜드, 이탈리아, 룩셈부르크, 네덜란드, 스페인)의 유로지역을 한 그룹으로 나누어 분석하기도 한다.

[그림 90] 그림자금융 증가율과 GDP 성장률(2011~2016년 기간)



자료: Global Shadow Banking Monitoring Report 2017

아래 [표 8]은 2011년부터 2016년 기간 동안 글로벌 협의 그림자금융 총액에서 주요 국가들이 차지하는 비중 변화를 보여준다. 이에 따르면 미국, 일본, 프랑스 등 선진국에서 협의 그림자금융 비중이 축소되는 반면 중국 등 신흥개도국에서는 비중이 확대되어 온 것을 볼 수 있다. 특히 중국은 글로벌 협의 그림자금융에서 차지하는 비중이 2013년 7.2%에서 2016년 15.5%로 확대되며 미국(31.3%) 다음으로 높은 수준을 보이고 있다. 향후에도 중국 등 신흥개도국의 금융발전 속도를 고려할 때 글로벌 협의 그림자금융 규모에서 차지하는 비중은 지속적으로 확대될 가능성이 높다고 하겠다.

[표 8] 글로벌 협의 그림자금융에서 차지하는 국가별 비중 변화

국가	2011년	2013년	2016년
미국	46.3	39.5	31.3
중국	-	7.2	15.5
일본	6.5	6.6	6.1
아일랜드	4.9	4.5	5.2
신흥국(중국제외)	3.0	3.4	3.9
독일	3.6	3.6	3.8
영국	3.7	2.9	3.2
캐나다	2.6	2.8	3.1
프랑스	4.5	3.4	3.1
이탈리아	1.5	1.3	1.1
기타	7.1	6.6	6.2

자료: Global Shadow Banking Monitoring Report 2017

FSB가 미국 달러화 기준으로 집계한 중국의 협의 그림자금융 규모는 2016년 말 기준 7조달러 규모로 GDP대비 65.2%를 보이고 있다. 이는 규모면에서는 미국 14.1조달러에 이어 두 번째이며, GDP대비로는 대부분의 신흥개도국보다 높은 수준을 보이고 있다. 이와 같이 FSB가 분류하여 추산한 중국의 협의 그림자금융은 중국 당국이 자체 발표한 수치보다는 훨씬 높은 수준이라는 것을 알 수 있다. 이는 중국의 제도권은행보다는 비금융중개기관을 중심으로 한 그림자금융 규모가 중국 당국의 발표보다 크다는 것을 의미한다고 할 수 있다. 한편 한국의 경우 협의 그림자금융 규모는 6,722억달러로 GDP대비 58.0% 수준으로 나타났다.

[표 9] 중국과 주요국의 협의 그림자금융 현황

국가	금액 (10억달러)	GDP대비	국가	금액 (10달러)	GDP대비
아일랜드	2,346.2	812.8	홍콩	84.5	26.2
네덜란드	517.8	69.9	이탈리아	487.8	35.7
캐나다	1,381.1	91.6	호주	338.3	30.5
영국	1,462.5	61.3	중국	7,011.4	65.2
스위스	721.9	111.7	남아프리카	161.2	51.0
벨기에	134.4	32.5	브라질	761.8	39.5
미국	14,134.1	76.1	칠레	62.9	25.9
한국	672.2	58.0	러시아	76.3	5.4
프랑스	1,379.9	66.8	멕시코	155.3	20.0
싱가포르	22.7	8.0	인도	428.9	19.2
일본	2,754.2	61.1	터키	50.1	6.8
독일	1,711.7	53.4	인도네시아	16.0	1.7
스페인	305.9	28.7	아르헨티나	32.5	6.4

주: 2016년말 기준

자료: Global Shadow Banking Monitoring Report 2017

(2) 광의 그림자금융

FSB의 집계에 따르면, 조사대상 29개국의 전체 금융자산은 2002년 127조달러에서 2016년말 기준 340조달러로 2.67배 늘어났으며 GDP대비 금융자산 비중은 540% 수준을 보이고 있다. 금융자산을 금융기관별로 구분해서 보면, 2016년 기준으로 예금취급기관인 은행자산이 137.8조달러로 전체의 40.5% 비중을 차지해 가장 높으며, 그 다음으로 본 분석에서 광의 그림자금융 규모로 파악하는 기준인 기타금융중

개기관(이하 OFIs)이 99.2조달러로 29.2%를 차지하고 있다. 그 외 연금, 보험사, 중앙은행 순으로 금융자산이 높은 것으로 집계되었다.

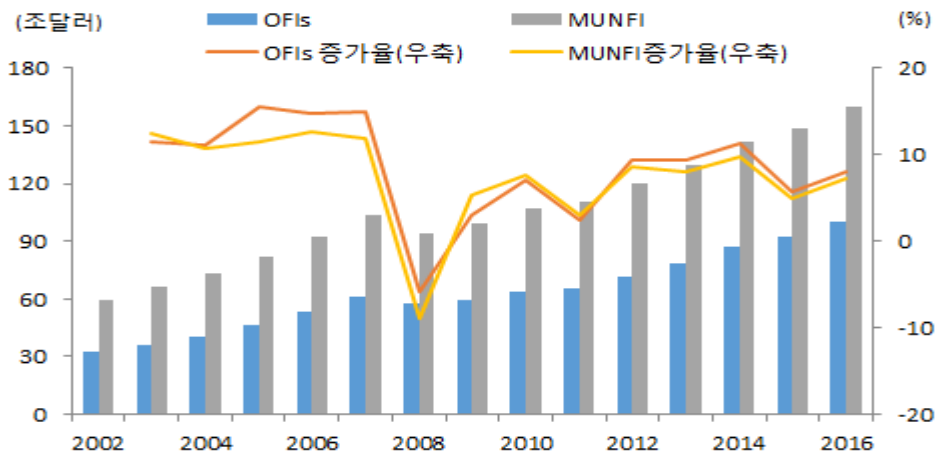
[표 10] 글로벌 금융자산 추이

(단위: 조달러)

	전체 금융자산	은행	중앙은행	공적금융 기관	보험사	연금	기타금융중 개기관 (OFIs)
2007	213.1	88.4	8.4	12.6	24.0	18.1	61.6
2008	224.2	104.2	12.4	13.1	18.2	18.2	58.0
2009	226.4	101.0	12.6	13.3	19.8	19.9	59.8
2010	239.8	105.9	13.9	12.9	21.2	21.8	64.0
2011	254.6	114.3	16.9	13.0	21.9	22.8	65.6
2012	269.6	117.9	18.6	13.3	23.5	24.5	71.8
2013	281.9	118.9	19.6	13.8	24.7	26.4	78.5
2014	303.7	125.8	21.4	14.3	26.7	28.0	87.5
2015	316.3	128.9	23.3	15.0	27.5	29.1	92.5
2016	339.9	137.8	26.2	16.0	29.1	31.0	99.2

자료: Global Shadow Banking Monitoring Report 2017

[그림 91] 글로벌 광의의 그림자금융 추이

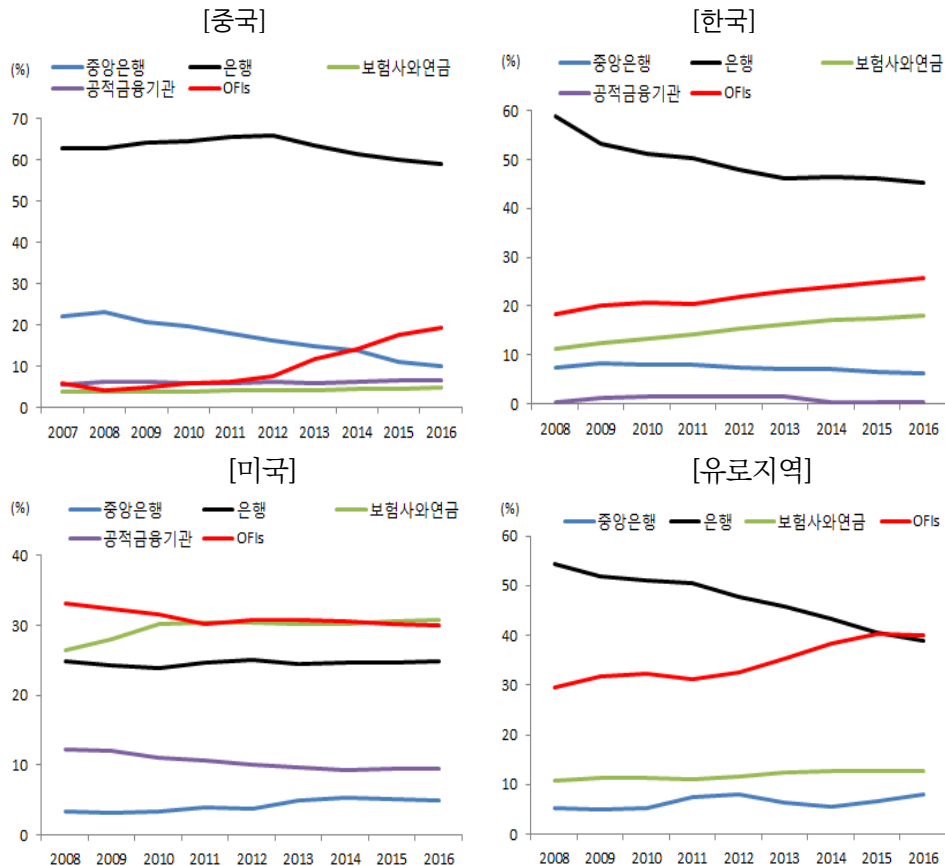


자료: Global Shadow Banking Monitoring Report 2017

세계적으로 총 금융자산에서 차지하는 은행의 비중은 줄어드는 추세를 보이는 반면 광의 그림자금융인 MUNFI 혹은 OFIs의 비중은 미국, 호주 등 감소하거나 정체되는 일부 선진국을 제외하고는 대부분의 국가에서 증가하는 추세를 보이고 있다. 지역별 광의 그림자금융(OFIs 기준) 규모는 2016년말 기준 유로지역이 32.2조 달러(비중 32%)로 가장 크며, 그 다음으로 미국 27.1조달러(27%), 중국 9.6조달러 (10%), 영국 7.1조달러(7%) 순이다.

특히 중국의 성장세가 두드러지게 나타나고 있다. 중국의 광의 그림자금융 규모는 중국 전체 금융자산에서 차지하는 비중이 아직 제도권 은행에 비해서는 많이 낮은 수준이나 증가속도는 여타 국가와 비교하여 매우 빠르게 진행되고 있음을 볼 수 있다. 2011~2016년 기간 중 중국의 광의 그림자금융 규모 증가율은 연평균 40%를 상회하면서 글로벌 평균인 5% 수준을 크게 앞서는 급성장세를 나타내었다.

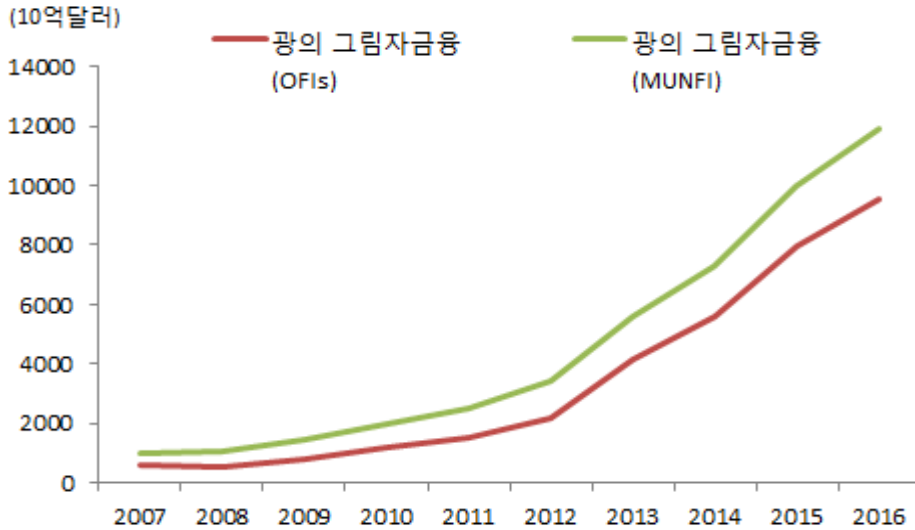
[그림 92] 국가별 총 금융자산에서 차지하는 금융기관별 비중 추이



자료: FSB

FSB의 광의 그림자금융 측정 기준인 MUNFI와 OFIs로 보면, 중국은 가장 넓은 의미의 광의 그림자금융인 MUNFI의 경우 2007년 1조달러에 불과했으나 2016년에는 11배가 넘는 11.9조달러로 급증하였다. OFIs 기준으로 동기간 중 6,011억 달러 수준에서 9.6조달러로 대폭 확대되었다.

[그림 93] 중국 그림자금융 규모 추이



자료: Global Shadow Banking Monitoring Report 2017

국제적으로 중국의 광의 그림자금융 규모는 단일국가 기준으로 미국 27조달러에 이은 두 번째이며, GDP대비 89.0%를 차지하고 있다. 이는 광의 그림자금융의 GDP대비 비중이 100~300%인 캐나다, 영국, 스위스, 벨기에, 미국, 한국, 프랑스, 싱가포르, 일본 보다는 낮지만 독일, 스페인보다도 높은 수준이다. 또한 중국을 제외한 대부분의 신흥개도국 수준보다 높다.

[표 11] 중국과 주요국의 광의 그림자금융(OFIs 기준) 현황

국가	금액 (10억달러)	GDP대비	국가	금액 (10억달러)	GDP대비
아일랜드	3,847.8	1,333	홍콩	248.5	77
네덜란드	6,335.4	855	이탈리아	1,025.1	75
캐나다	4,675.1	310	호주	743.1	67
영국	7,370.9	309	중국	9,563.8	89.0
유로지역	32,189.4	283	남아프리카	245.4	77.6
스위스	1,828.9	283	브라질	1,289.2	66.9
벨기에	838.7	203	칠레	159.8	65.8
미국	27,124.1	146	러시아	423.7	30.0
한국	1,494.9	129	멕시코	231.9	29.8
프랑스	2,458.8	119	인도	558.3	25.0
싱가포르	282.3	99	터키	80.1	10.8
일본	4,372.1	97	인도네시아	75.2	8.2
독일	2,756.1	86	아르헨티나	36.0	7.1
스페인	852.9	80			

주: 2016년말 기준

자료: Global Shadow Banking Monitoring Report 2017

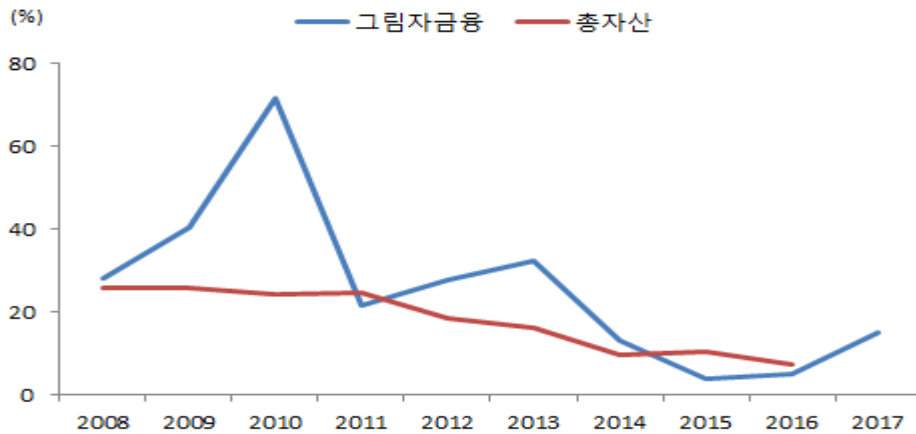
4. 중국 그림자금융의 리스크

가. 금융기관 리스크

(1) 제도권은행

중국 제도권은행(국유, 주식제, 도시상업)은 당국의 예대규제를 피하고 수익률 제고를 위해 부외거래(off-balance)를 통해 그림자금융 시장의 주요 자금공급원 역할을 수행해 오고 있다. 제도권은행은 협의의 그림자금융 영역이라 할 수 있는 위탁대출, 신탁대출, 은행인수어음 등을 취급하고 있다. 중국의 사회용자총액 중 제도권은행의 그림자금융 취급 규모는 매년 확대되어 2008~2017년 기간 중 25.9%의 증가율을 보였는데 이는 2008~2016년 기간 중 총자산증가율인 18.2%에 비해 높은 수준이다.

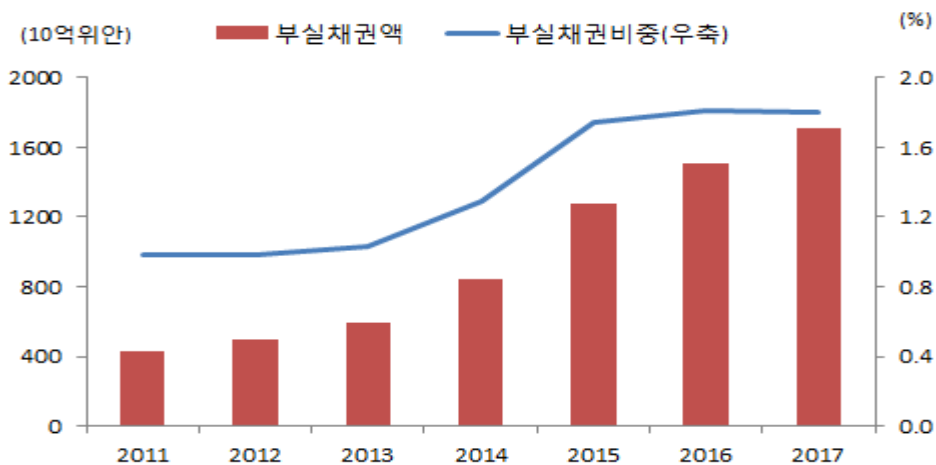
[그림 94] 제도권은행의 총자산과 그림자금융 증가율 추이



자료: CEIC

제도권은행의 재무안전성 또는 건전성을 보여주는 부실채권(NPL: non performing loan) 비율을 살펴보면, 제도권은행의 부실채권 비율은 2011년 1.0% 미만에서 2017년말 1.8%로 상승하기는 했으나 여전히 2.0%를 하회하면서 낮은 위험도를 보여준다고 할 수 있다. 국제비교를 통해 보더라도 2015년말 기준 중국의 NPL비율은 미국, 일본, 독일 3개국 평균인 1.90%는 물론 인도, 브라질, 러시아 평균인 4.89%보다 상대적으로 낮은 수준으로 나타나고 있다.

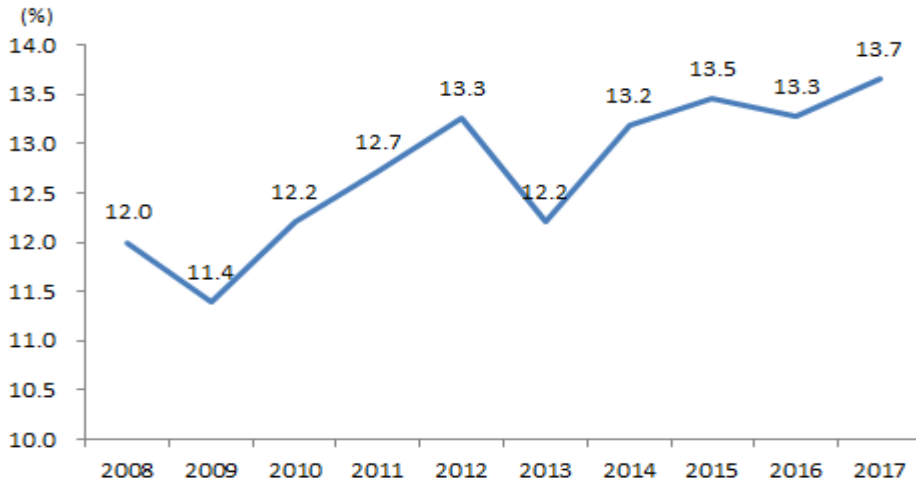
[그림 95] 중국 제도권은행의 부실채권액 및 부실채권 비율



자료: CEIC

위험가중자산에서 자기자본이 차지하는 비중을 나타내는 장기적 자금운용 지표라 할 수 있는 자기자본비율의 경우 중국 제도권은행은 2017년 13.7%로 BIS자기자본 기준인 8%를 상회하며 비교적 안정적인 증가 추세를 보이고 있다.

[그림 96] 중국 제도권은행의 자기자본비율 추이



자료: CEIC

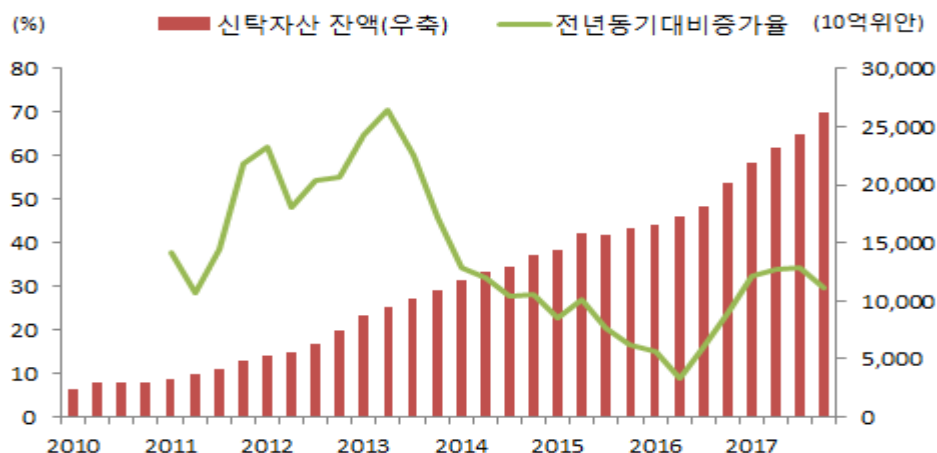
이와 같이 중국 제도권은행의 기본 재무현황은 안정적이라고 할 수 있다. 다만 은행간, 혹은 신탁과 증권회사와의 합작 등으로 인해 그림자금융상품 거래시장에서 촉발되는 위험으로부터 완전히 자유롭다고 할 수는 없다. 특히 제도권은행의 그림자금융 업무 중 자산관리상품(WMPs)의 규모가 가장 크다는 점에서 비제도권 금융기관의 잠재된 그림자금융 위험이 노출될 경우 제도권은행으로의 위험전이 가능성은 여전히 상존한다고 하겠다.

(2) 신탁회사

중국의 신탁회사는 그림자금융 규모 확대의 핵심이라 할 수 있는 자산관리상품(WMPs) 판매에서 은행과 협업 등을 통해 급속히 발전해 왔다. 신탁회사의 자산은 2010년 2.38조위안에서 2011년 4.81조위안으로 규모가 두배 증가한 뒤 2013년 10조위안, 2016년 20조위안을 각각 돌파하였으며, 2017년말 26.25조위안을 나타내고 있다. 특히 2011~2013년 기간 중 연평균 증가율은 52%로 급성장하였다. 이

에 따라 신탁회사는 제도권은행 다음으로 금융시장의 영향력이 커졌으며 그림자금융 리스크 확대의 주요 관리대상 금융기관으로 부각되었다.

[그림 97] 중국 신탁회사의 자산 잔액 증가 추이



자료: CEIC

신탁회사의 신탁자산은 만기 1~2년에 집중되어 운용되고 있어 특정시점에 채무잔액이 급속히 증가하는 문제점이 있다. 따라서 경제여건이 악화되어 투자회수율과 자산회전율이 하락할 경우 신탁회사의 부도가 늘어나고 이는 금융시장 불안요인으로 작용하게 된다. 더 큰 위험성은 신탁회사와 제도권은행이 연계한 자산관리상품(WMPs)에 문제가 발생할 경우이다. 제도권은행들은 감독당국의 예대비율, 대출한도 등의 규제를 피해 고수익을 추구할 목적으로 신탁회사와 WMPs를 통한 협업을 하게 된다. WMPs는 은행이 신탁회사에 대출채권을 양도하고 WMPs를 은행창구에서 투자자에게 판매하는 형태로서 신탁회사가 대출, 어음매입 등 은행의 대출자산을 WMPs로 유동화하는 과정에서 신탁회사로 이전된 신용공여를 말한다.

일반적으로 은행들은 대출수요자에게 특정 신탁회사를 추천하는 등 중간매개 역할을 하고 수수료를 받는 구조이지만 직접 신탁회사가 계획한 WMPs를 매입하거나 다른 은행들로 하여금 매입을 중개하기도 한다. 따라서 신탁회사의 WMPs에 문제가 발생할 경우 협업한 해당 은행에 위험이 전가되는 것은 물론 해당 신탁상품을 매입한 또 다른 은행도 손실을 입으면서 전체 은행권의 시스템 위기로도 전이될 수 있다.

나. 가계, 기업, 지방정부 부문 리스크

(1) 가계부문 리스크

중국 그림자금융의 주요 주체인 가계부문의 총자산은 2007년 94조위안에서 2013년말 현재 215조위안 수준으로 증가하였다. 2013년 기준 가계부문의 총자산 중 비금융자산은 129조위안, 비금융자산은 86조위안으로 각각 총자산 대비 60%와 40%를 차지한다. 비금융자산 중에서는 부동산이 대부분인 118조위안이었으며, 금융자산 중에서는 예금이 45조위안으로 가장 큰 비중을 차지하고 있다.

한편 2013년 기준 중국 가계부문의 금융부채는 20조위안으로 GDP의 35% 수준으로 나타나 그림자금융이 발달한 미국(GDP대비 82%) 등 선진국보다는 아직 많이 낮은 수준이다. 가계부문의 금융부채 20조위안은 은행예금 45조위안 대비 절반에 채 못 미치는 수준이며 부동산 담보대출인 10조위안은 가계부문의 부동산 자산금액인 118조위안의 10%를 하회하는 수준이다. 이를 종합해보면 가계부채로 인한 채무불이행 위험은 낮은 것으로 평가된다.

[표 12] 중국 가계의 자산부채현황

(단위: 조위안)

구분	2007년 금액	2013년 금액	GDP대비 비중 (2013년)	총자산대비 비중 (2013년)
총자산	94	215	379	100
비금융자산	61	129	227	60
부동산	57	118	207	55
금융자산	34	86	151	40
통화	3	5	9	2
예금	18	45	78	21
채권	1	-	1	-
주식	5	6	10	3
금융부채	5	20	35	9
소비성대출	3	13	23	6
경영성대출	2	7	12	3

자료: CEIC

한편 가계부문은 부동산과 함께 주요 투자처인 자산관리상품(WMPs)을 총자산의 4.7%인 약 10조위안(2013년 기준)을 보유하고 있다. WMPs의 주요 투자자인 가계는 투자자산의 가치가 하락할 경우 손실과 환매사태가 발생할 수 있으나 대부분 개인투자자인 관계로 미국 서브프라임 모기지와 같은 금융기관의 연쇄손실로 이어질 가능성은 높지 않다. 중국 개인투자자들의 투자성향이 레버리지 투자보다는 보유한 저축자금을 활용한다는 점에서 WMPs 시장에 문제가 발생하더라도 개인투자자의 저축액 손실에 그치고 미국과 같이 자산매각으로 이어질 가능성은 적다. 따라서 금융권 전체의 시스템 붕괴를 불러올 위험성도 낮다.

또한 중국 제도권은행은 가계부문이 투자한 WMPs에 대한 보증인으로서 위험인수를 묵시적으로 제공하고 있다는 점에서 가계부문 자체의 신용위험은 크지 않다고 할 수 있다. 중국 정부가 WMPs의 그림자금융으로부터 촉발될 수 있는 위험을 예방하기 위해 다양한 정책 대응책을 펼치고 있는 점도 가계부문의 그림자금융으로 인한 위험성을 낮추는 요인이다. 중국 정부는 은행대출에 기반한 WMPs 발행물량 제한, WMPs에서 위험자산이 차지하는 비중 규제, 전산시스템 등록과 같은 거래제도 정비 등 규제를 강화하면서 위험을 관리해 나가고 있다.

(2) 기업부문 리스크

중국 그림자금융의 수요 부문 중에서 기업부문은 매우 중요한 영역이라고 할 수 있다. 중국의 금융 이원화 구조 속에서 기업에 주요 자금통로 역할을 해 주는 그림자금융은 그 긍정적 기능 이면에 제도권은행 대비 월등히 높은 금리부담 등으로 경기하강 시 우선적으로 영향을 받을 계층이기도 하다. 그림자금융은 대부분의 자금을 레버리지를 통해 운용하고 있으며, 이는 곧 투자형태에 따라서 수익과 손실을 무단히 확대시키는 요인으로 작용하며 금융시스템의 위기로 전이될 가능성을 상시 내포하고 있는데 그림자금융의 주요 수요주체인 중소기업의 레버리지 비중 확대는 그림자금융의 가장 큰 잠재 부실 리스크라고 할 수 있다.(박진오, 2017) 민스키는 “과도한 레버리지 조작은 신용의 비이성적 확장을 가져오면서 전체 금융시장 체제를 위기에 빠트릴 수 있다고 경고하였다.”

중소기업의 그림자금융으로부터의 대출 리스크는 제도권은행의 리스크보다 크다고 할 수 있는데, 그 이유는 그림자금융의 관리감독이 상대적으로 완화되어 있어 그림자금융을 취급하는 기구 자체의 위험 부담비중이 크며 이를 보완 또는 완충할

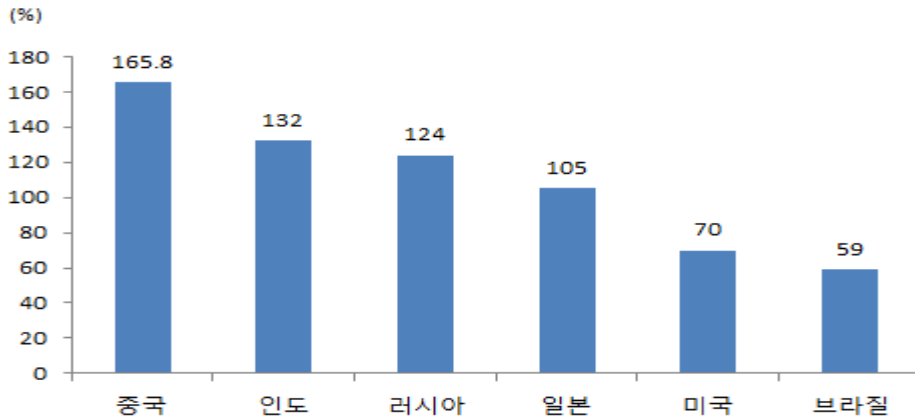
수 있는 자본 여력이 부족하므로 이러한 그림자금융 기구로부터 자금을 차입하는 중소기업의 차입금 상환부담 압력은 제도권은행 대비 더 클 수밖에 없다는 특징이 있다. 또한 중소기업 대출관련 그림자금융 업무처리 시스템 등 운용전반에 대한 심사나 리스크 관리체계가 제도권은행 대비 열악하여 그림자금융 기구 자체의 중소기업 여신에 대한 신용리스크 요인이 상존한다. 국제신용평가기관인 무디스는 중소기업에 대한 부실대출비율은 정규은행권의 부실대출비율 대비 3배정도 높다고 지적하고 있다.

중국 금융의 이원적 구조는 국유와 비국유부문에 대한 차별적 신용배분을 가져왔는데 비국유부문중에 대형 민영기업과 중소기업은 제도권은행과 그림자금융의 가장 중요한 대출대상이기도 하다. 그런데 경제성장을 둔화 등은 이러한 차입주체의 영업과 재무상환능력에 부정적 영향을 미치게 되며 특히 생산 효율성과 수익성이 저조한 기업은 이러한 외부적 환경요인에 직접적인 영향을 받아 채무불이행 상태에 빠지게 된다. 2008년 금융위기 이후 중국 은행권의 총대출, 특히 소기업에 대한 대출이 급격히 증가하였는데 2008~2012년까지 제도권은행의 대중형기업에 대한 복합연평균 지원 증가율이 25%로서 4년간 두배정도 증가하였으며, 이와함께 담보회사 등을 통한 정부차원의 중소기업 지원책도 중소기업 여신의 리스크 확대를 가져온 원인이 되었다.

중국의 중소기업을 포함한 총 기업부채의 그림자금융 의존도는 30% 수준을 보이고 있는데 2015년 기업부채는 GDP의 165.8%로서 2011년 이후 지속 상승하고 있으며, OECD 등 국제기구의 위험판단기준인 150%를 상회하여 상대적으로 위험도가 높게 나타났다.⁵¹⁾ 철강, 시멘트 등 전통적인 설비과잉 업종과 산업부문에서의 프로젝트의 부실화는 기업부도 리스크를 확대시키고 있으며, 이는 신탁대출 등 제도권 그림자금융 영역과 비은행금융기구나 민간대차를 통해 이들 프로젝트에 투자한 투자자의 손실로 직결되는 리스크를 안고 있다.

51) 수출입은행 '중국의 4대 금융리스크 진단과 경제 정착률 가능성 전망'

[그림 98] 중국과 선진국 및 개도국의 GDP대비 기업부채 비교



자료: CEIC

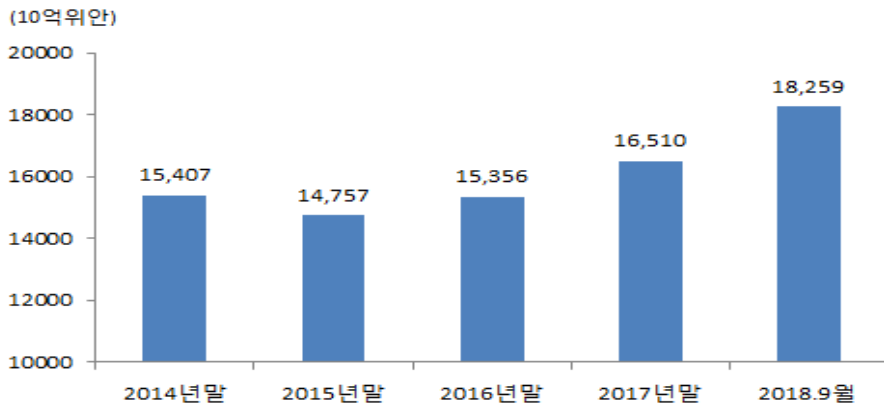
이와 같은 기업부채에 대한 대책으로서 중국 정부는 기업의 수익구조 악화에 따른 채무 부담 완화를 위하여 부실채권을 주식으로 전환하는 ‘대규모 출자전환 (Debt-Equity Swap)’ 정책을 시행하고 있다. 중국의 은행법상 은행이 비금융회사 지분을 소유하는 것을 금지하고 있으나, 최근 기업들이 과도한 부채 문제로 유동성 위기에 직면하자 일시적으로 동 정책을 시행하고 있다. 그러나 대규모 출자전환 방식이 기업부채 문제의 근본적인 해결책이 될 수 없으며, 오히려 한계기업들의 퇴출을 저해할 수 있어 적어도 정책의 효과성 측면에서 모니터링이 필요하다고 할 수 있다. 중국 당국은 기업의 자금조달 방식이 대부분 은행 대출에 의존하는 것이 기업부채 확대의 주요 원인이 된 점에 주목하여 채권, 주식 등을 통한 직접조달 방식으로의 전환을 유도하고 있는데, 2016년중 회사채 발행 규모를 전년 대비 30% 이상 확대하는 등 자본시장 육성을 통한 기업부채 줄이기에 노력을 기울이고 있다.

(3) 지방정부 부문 리스크

중국 재정부에서 발표하는 공식적인 지방정부의 부채규모는 2018년 9월 현재 18.3조위안 수준이나 실제로는 이보다 훨씬 클 것으로 예상된다. 이는 재정부가 집계하는 부채 통계에서 지방정부융자플랫폼(local government financing vehicles: 이하 LGFV⁵²⁾) 등을 통한 자금조달은 포함시키고 있지 않기 때문이다.

52) 중앙정부의 승인 없이 원칙적으로 지방채 발행이 불가능한 상황에서 지방정부가 투자재원을 마련하기 위해 산하에 대규모 지방정부융자플랫폼(LGFV)을 설립하여 지방정부의 명시적, 묵시적인 보증

[그림 99] 중국 지방정부의 부채규모 추이



자료: CEIC

BIS, IMF 등 주요 국제기구들은 지방정부가 LGFV를 통해 부족한 자금을 조달하는 과정에서 명시적 혹은 묵시적으로 보증한 규모까지 합치면 실제 지방정부 부채는 공식 통계보다 최소 9조위안에서 최대 38조위안까지 늘어날 수 있는 것으로 추산한다.

[표 13] 기관별 중국 지방정부 부채규모 추산

기관명	암묵적 부채규모	정부 부채규모
중국 재정부	없음	16.5조위안
BIS	8.9조위안	25.4조위안
IMF	24.5조위안	41조위안
S&P	14~24조위안	30~40조위안
중국사회과학원	38조위안	54.5조위안

자료: 국제금융센터

지방정부의 자금조달 원천은 크게 제도권은행, 신탁대출, 기관이나 개인 등을 통한 펀딩 등으로 나눌 수 있는 데 특히 신탁상품이나 펀딩 등 그림자금융을 통한 차입 규모가 확대된 데는 LGFV가 중심 역할을 수행했다. 지방정부는 중앙정부가 과도한 인프라 개발 억제책을 목적으로 2010년 이후 지방채 발행을 엄격히 제한하고 은행으로부터의 대출심사를 강화하자 LGFV를 설립하고 부족한 자금을 조달하는 창구로 활용하고 있다. 지방정부, LGFV, 그림자금융의 연관성은 LGFV가 신탁회

등을 통해 필요자금을 조달

사, 펀딩 등 그림자금융영역에서 자금을 조달할 때 지방정부가 명시적, 묵시적으로 LGFV에 대한 보증을 선다는 것이다.

특히 지방정부가 그림자금융을 통해 조달한 자금은 금리가 높고 상환기간도 짧아 지방정부 부채의 질을 저하시킨다. 일반적으로 지방정부가 LGFV로 조달한 자금은 금리가 제도권은행(6% 내외) 대비 2배 이상 높은 10~20%에 달하며 단기로 조달한 자금을 장기 인프라 프로젝트에 투자되기 때문에 만기불일치에 따르는 위험성이 있다. 만일 지방정부가 투자한 사업이 부진하거나 부동산가격 하락이 지속될 경우 원리금 상환에 문제가 발생하고 이는 그림자금융 공급자뿐만 아니라 제도권은행에도 연쇄적으로 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높다.

이와 같은 지방정부의 그림자금융 리스크에 대한 대응책으로 중앙정부는 2015년에 지방정부로 지방채(municipal bond)발행 권한을 대폭 이양하고 지방정부의 기존 고금리 부채를 저금리 지방채로 발행하여 상환하도록 하는 ‘부채스왑프로그램’을 도입하였다. 하지만 지방정부의 주요 자금조달 수단인 LGFV를 억제하기 위한 이러한 조치들이 별다른 효과를 발휘하지 못하고 있는 실정으로 지방정부 부채는 여전히 빠르게 증가하는 것으로 나타나고 있다.

중국의 그림자금융 규모는 선진국의 그림자금융이나 중국의 전통적인 은행시스템과 비교시 작은 편이다. 중국의 전체적인 채무수준은 높아 보이지만 대부분 소비가 아닌 투자에 사용되고 있으며, 저축률도 매우 높다. 금융시스템은 여전히 은행 위주이고 그림자금융도 주로 은행의 부외업무로 구성되거나 은행이 간접적인 유동성을 제공한다. 또한 방대한 외환보유고 등은 은행업의 잠재적인 문제에 대한 리스크를 감소시키기 때문에 단기적으로 그림자금융이 시스템 리스크로 전이될 가능성은 크지 않을 것으로 보인다. FSB의 보고서에 따르면 전 세계 그림자금융 규모는 2011년말 기준 67조달러로 조사대상국가(21개 주요국과 유로지역)의 전체 GDP의 111%, 전체 금융자산의 25%, 은행자산의 50% 수준이다. 이에 비해 중국은 61%로 많이 낮은 수준임을 알 수 있다.

향후에도 그림자금융 규모는 확대될 것으로 전망된다. 철도 인프라 중심의 투자확대 등으로 자금수요는 지속될 것으로 보인다. 따라서 제도권 내의 유동성 공급이 크게 개선되기 어려운 상황에서 필요 자금 수요는 그림자금융에서 조달될 가능성이 높다.

다. 중국정부의 그림자금융 정책대응

중국 정부는 그림자금융에 대한 규제를 강화하기 위한 각종 정책을 마련하고 있다. 정부는 금융투자상품에 대한 감독규칙의 다원화에 따른 규제차익 발생, 금융기관의 부외자산 운용으로 그림자금융이 형성되어 금융안정에 위협요인으로 작용하고 있다고 판단하고 있다. 이에 따라 그림자금융에 대한 규제를 강화하여 위협요인을 사전에 예방하기 위한 다양한 정책을 펼치고 있다. 실제 중국 정부가 금융시스템 위협을 예방하기 위해 관련 규제를 강화한 효과로 그림자금융의 성장세는 둔화되는 모습이다.

[표 14] 중국 정부의 그림자금융에 대한 주요 정책대응

구분	주요 내용
2016.12월	국무원: 부채감축, 공급측개혁 심화 강조
2017.11월	리스크 관리강화를 위한 금융안정발전위원회 발족
2017.12월	중앙정치국, 중앙경제공작회의: 부채과다 관련 디레버리징 강조
2018.1월	인민은행, 은감회: 채권시장의 리스크 관리 기준 제시
2018.3월	재정부, 금융기관: 지방정부, 국유기업에 대한 대출 규제 실시 금융기관의 지방정부에 대한 직간접적 자금 제공 전면 중단, 단 지방정부발행 채권매입은 예외
2018.4월	인민은행, 은보감회, 증감회, 외환관리국: 금융기관의 자산건전성 제고 강조 및 관련 감독강화 - 은행의 원금보장, 수익률 보장상품 취급금지, 자산관리상품의 투자대상 및 투자자 자격제한, 자산의 Pooling 금지 등
2018.7월	은보감회: 상업은행 자산관리방법 관련 의견 청취 공개 모집된 자산관리상품은 '비표준화채권'에 투자 가능, '비표준화채권'의 '표준화'관리에 대한 과도기(2020년까지) 경과 후 여전히 비표준화채권 잔액이 남아있는 경우 이를 은행의 자산부채표상 부내 관리로 전환 가능

자료: 중국 정부와 각종 언론사

중국 정부와 인민은행은 2017년부터 그림자금융에 대한 규제를 본격화하였는데 대표적으로는 중국인민은행, 금융감독기구(은보감회, 증감회), 외환관리국이 공동으로 2017년 11월에 “금융기관 자산관리업무에 대한 지도의견 규범화” 초안을

발표한 것이 그 예다. 이는 2018년 4월에 금융기관 자산관리업무 전반의 위험관리를 목적으로 한 은행의 원금보장, 수익률 보장상품 취급금지, 자산관리상품의 투자 대상 및 투자자 자격제한, 자산의 Pooling 금지 등의 내용이 포함된 규제 최종안으로 확정되었다.

구체적인 내용을 살펴보면 확정수익률 보장 시 처벌조항 신설, 90일 미만의 초단기 물 모집 금지, 다른 기관의 금융투자상품을 구매하여 운용하는 방식 금지, 금융투자상품의 모집단위별로 레버리지 비율을 개방형 펀드 140%, 폐쇄형 펀드 200%로 제한, 운용 수익의 10%를 리스크 준비금으로 마련 할 것 등이 포함되었다.

이러한 규제강화와 제도개선으로 단기에는 금융투자상품 규모 확대를 제약하겠지만, 장기적으로는 다양한 금융투자상품이 출시될 것으로 예상된다. 또한 금융투자상품에 대한 은행, 증권, 보험 등 기관별 감독체계에서 기능별 감독체계로의 전환을 통해 기존의 기관별 감독체계로 인한 규제차익 발생 가능성도 제거되는 효과가 기대된다. 정책 당국은 이러한 관리감독 강화에 대한 시장의 불안감을 고려하여 기존 상품에 대해서는 적용기간을 2020년말까지로 하는 과도기간을 설정하였다.

5. 소결

중국의 그림자금융은 제도권은행의 신용 접근이 어려운 가계, 소상공인, 중소기업 등 경제주체들에게 신용공급 역할을 해 오면서 긍정적 역할을 수행해 온 측면이 있다. 하지만 그림자금융의 순기능에도 불구하고 기업과 가계부채의 누증, 부동산가격 하락 위험 등으로 당국의 적절한 규제와 감독이 부재할 경우 그림자금융으로 인한 금융시스템의 약화 가능성도 배제할 수는 없다. 또한 부동산가격 상승과 더불어 꾸준히 증가해 온 부동산 관련 대출은 부동산가격이 하락할 경우 내재되어온 그림자금융 리스크가 일거에 부각될 소지도 있다.

중국의 그림자금융은 은행인수어음, 위탁대출 등 은행의 부외활동(off-balance sheet)을 통해 창출되는 신용과 비은행 금융권(신탁회사, 재무회사, 리스, 민간대출 등)을 통해 창출되는 신용으로 분류되기 때문에 정확한 규모를 파악하기는 쉽지 않다. 중국 금융당국이 발표하는 부실여신 기준이 국제적인 기준과 차이가 있

으며 발표된 통계에 대한 불확실성과 신뢰성에 의문이 많은 것도 사실이다. 따라서 중국 당국이 주장하는 그림자금융에 대한 의문은 여전히 남는다. FSB의 추정에 따르면 중국 그림자금융 규모는 GDP대비 65~89%로 나타나고 있어 세계 상위그룹의 100~300% 수준보다는 낮으나 그림자금융 규모가 상대적으로 빠르게 확대되고 있는 점은 우려스러운 대목이다. 이러한 사실로 인해 중국 정부도 2017년부터 그림자금융에 대한 규제를 본격적으로 강화해 나가고 있다. 은행 건전성 평가 적용, 충당금 설정, 수익률 보장 금지, 투자 제한 등으로 그 범위와 강도를 크게 강화하고 있다. 일례로 GDP대비 은행의 WMPs 잔액 비율이 2016년 39.0%에서 2017년 37.3%로 2013년 통계치 발표 이후 처음으로 하락하였다. 은행자산 대비 비율도 2016년 3분기 12.8%를 정점으로 2017년 2/4분기 11.7%로 하락하였다. 다만 중국 정부의 규제강화가 지속적으로 추진된다면 취약 금융기관들과 기업들의 어려움이 가중되면서 전면적이지는 않지만 금융시장의 불안이 확대될 가능성은 여전히 남아 있다. 그림자금융의 부실이 확대된다면 시중 자금흐름이 경색되고 실물경제에도 부정적인 영향을 끼쳐 경제성장을 저해하는 효과로 나타날 것이다. 금융시장 불안의 정도에 따라서는 경제성장률이 하락하는 등 경기둔화가 예상보다 빠르게 진행될 위험성도 상존한다.

지금 현 상황에서 중국 그림자금융이 전면적인 금융시스템 위기로 전이될 가능성은 낮은 것으로 평가된다. 전체적인 그림자금융의 수급 리스크 정도, 부문별 관리대책을 고려할 경우 금융시스템 위기로 전이될 가능성은 낮다. 중국은 선진국과 달리 증권화 수준이 낮은 단계에 머물러 있으며, 그림자금융에서 차지하는 비제도권 대출비중이 늘어나고는 있지만 아직까지 제도권은행에 비해서는 작다. 그림자금융의 주 공급원인 제도권은행의 경우 정부의 규제와 감독하에서 통제 가능 영역에 있다. 그러나 비은행금융기구인 증권사, 펀드 등을 통한 그림자금융의 확대 가능성은 여전히 있다. 은행에 대한 정부의 규제강화에 따른 풍선효과로 이들 비은행금융기관에 대한 그림자금융 수요는 증가세를 보이고 있다.

중국 정부는 그림자금융의 순기능을 고려하여, 비은행금융기구 등에 대한 강력한 통제보다는 창구지도와 같은 형식의 규제관리를 할 가능성이 높다. 다만 지방정부를 중심으로 인프라 확대 등 개발행위 지속에 따른 우발채무 누적현상과 그림자금융과 연계한 기업부채의 감축과 관련한 실효성 있는 정책대응은 강화할 것으로 예상된다.

V. 요약 및 시사점

본문에서는 투자위주의 성장전략과 금융위기 이후 시행된 경기부양책에 기인하여 급속히 팽창한 중국의 부채문제에 대해 먼저 살펴보았다. 중국 경제가 과도한 부채로 인해 장기적 저성장에 빠지거나 금융위기로 발전할 수 있다는 우려가 주요 학자들이나 국제기구에 의해 지난 2015년부터 꾸준히 제기되었기 때문이다. 국제결제은행의 통계를 중심으로 주요국의 총부채규모의 추이와 경제주체별 분포 등과의 비교를 통해 중국의 총부채증가 추이의 특성을 살펴본 결과, 세계 주요국의 총부채가 2008년 세계금융위기와 2012년 유럽재정위기 충격으로 인한 경기침체를 극복하는 과정에서 정부부채를 중심으로 증가한 반면 중국의 총부채는 기업부채를 중심으로 크게 확대된 것으로 나타났다. 중국 정부가 경기둔화에 대응한 경기부양책의 일환으로 투자를 적극적으로 확대하는 과정에서 기업부채가 가파르게 증가하였고, 최근에는 낮은 대출비용과 부동산가격의 지속적인 상승에 따른 주택담보대출에 기인하여 가계부채 증가세도 가팔라지고 있음을 확인할 수 있었다.

중국의 경제성장률이 둔화되고 저물가 기조가 지속되면 기업의 채무부담이 가중되어 중소기업을 중심으로 부도위험이 크게 상승하며, 특히 지방정부나 시에 의해 통제되는 국영기업의 경영여건이 크게 악화될 가능성이 있는 것으로 나타났다. 또한 지방 국유기업이 부실화될 경우에는 지방정부의 재정악화로 이어질 수 있을 것이다. IMF의 최근 분석결과에 따르면 과도한 가계부채 증가는 단기적으로 경기활성화에 도움을 주지만 중기적으로 거시경제와 금융안정에 부정적인 영향을 미쳐 민간소비를 둔화시키고 경제성장을 낮추는 효과로 작용할 수 있는 것으로 추정되었다. 다시 말하면, 민간부문의 과도한 채무부담 증가와 자산가격 버블은 시장의 신뢰를 약화시켜 실물경기에 부정적인 영향을 미칠 수 있으며, 최악의 경우에는 신용비용 상승과 자산가격 급락은 중국과 같은 신흥국으로부터의 자본 유출로 이어져 금융위기로까지 발전될 수 있다는 것이다. 따라서 중국의 기업부채 및 가계부채 급증이 금융기관 부실화와 금융 위기로 현실화될 가능성은 크지 않다하더라도 장기적으로 지속가능한 성장을 견인하고 경제에 미칠 부정적인 영향을 최소화하기 위해서

는 강력한 금융 개혁이 필요한 시점인 것으로 보인다.

중국의 부동산시장은 규제완화, 실수요 증가, 완화적 통화정책, 풍부한 시중 유동성 등으로 인해 2015~2016년에 걸쳐 1선도시를 중심으로 큰 폭의 상승세를 보이며 과열 양상을 나타냈으며, 2~3선 도시로 파급되며 버블우려가 높아졌다. 중국의 부동산시장은 그림자금융, 지방정부, 은행 등과 상호밀접하게 연관되어 있어 어느 부분의 부실이 다른 곳으로 전이되어 경제전반에 미치는 영향이 클 뿐만 아니라 중국 부동산경기가 급격하게 둔화되면 가계의 소비위축, 건설 및 고정자산 투자 축소, 지방정부 재정악화에 따른 인프라 투자 감소, 부동산 관련 산업의 위축 등을 통해 실물경제에 부정적 영향을 가져올 것으로 예상된다. 또한 금융부문에서도 부동산시장 둔화는 가계 및 기업대출 부실로 이어져 은행 건전성을 악화시킬 수 있으며 지방정부, 그림자금융, 은행으로 이어지는 결합리스크 발생으로 금융시스템에 위기를 초래할 가능성이 높다.

중국의 부동산시장 둔화는 실물부문 및 금융부문 전반에 걸쳐 영향을 미칠 것으로 예상되지만 급격한 둔화에 따른 리스크 발생 가능성은 제한적일 것으로 보인다. 중국의 소득대비 주택가격 비율(PIR, Price to Income Ratio)은 9.3배 수준으로 부동산 가격은 소득에 비해 높은 편으로 판단된다. 그러나 모기지대출 규모가 크지 않을 뿐만 아니라 LTV 수준도 높지 않은 것으로 나타나 주택금융 관련 부문에서의 리스크는 크지 않은 것으로 보인다. 또한 최근 부동산시장 규제 강화로 주택투자 증가세가 둔화되며 점차 재고가 해소되고 공실면적이 축소되고 있어 수급측면에서의 급작스런 부동산 버블 붕괴위기도 높지 않은 것으로 판단된다. 중장기적으로는 생산가능인구 감소세 전환에 따른 주택수요층 감소가 우려되나 신형도시화 계획이 호구제 개혁과 병행되어 실시됨에 따라 도시지역 주택수요를 증가시킬 것으로 예상되어 주택시장이 성장세를 이어갈 수 있을 것으로 전망된다.

중국은 최근 주요도시의 과도한 가격 인상과 3~4선 도시의 재고문제를 해결할 필요가 있으며 이러한 측면에서 정책당국의 이원적 규제조치는 바람직한 것으로 보인다. 최근 부동산시장은 정부의 정책 등이 효과를 나타내면서 급격한 둔화보다는 연착륙 가능성이 높아지는 모습이다. 중국정부가 2018년 중에도 기존의 부동산 규제정책 기조를 지속하여 부동산시장의 안정적 성장을 유도하고 있어 주택시장이 급격히 위축될 가능성은 높지 않다. 다만, 부동산 버블 붕괴 가능성이 높지 않다고 하더라도 부동산 가격 수준은 높은 것으로 나타남에 따라 부동산가격의 소프트랜딩

을 통한 주택시장 안정을 도모하는 정책방안이 필요하다고 할 수 있다.

중국의 그림자금융은 제도권은행 중심의 신용자원배분 할당에 따른 시중자금 사정의 불균형과 고수익률을 추구하고자 하는 투자자들의 수요증대를 배경으로 빠르게 확대되어 왔다. 그림자금융은 과도한 은행중심 금융시스템하에서 은행용자에 접근이 어려운 경제주체들에게 자금을 융통해 주는 순기능의 역할도 수행하지만 금융당국의 관리감독이 제대로 이뤄지지 않은 가운데 급속히 확대됨으로써 중국 금융 시스템 위험요인으로 작용하고 있다.

중국 정부도 이와 같은 그림자금융의 위험성을 인지하고 금융시스템 위험을 예방하기 위한 다양한 정책을 펼치고 있다. 중국 지도부는 2016년 이후 금융리스크 방지를 정책의 최우선 순위에 두고 있으며 이를 실천하기 위해 적극적으로 정책 대응책을 내놓고 있다. 구체적으로 인민은행은 2016년 은행의 경영진전화와 금융 위기 예방을 목적으로 은행업 감시시스템인 ‘Macro Prudential Assessment(MPA)’를 신규 도입하여 은행들이 대출할당을 회피하기 수단으로 활용하는 부외거래구조(특히 신탁)를 측정하고 필요시 자본요건을 강화하는 조치를 취하였다. 또한 2018년 4월에는 인민은행 등 금융감독기관과 외환관리국이 공동으로 ‘금융기관 자산관리업무 규범에 관한 지도의견’을 확정하고 은행의 원금보장 금지, 수익률 보장상품 금지, 자산관리상품의 투자대상 및 투자자 자격제한, 자산의 Pooling 금지 등 그림자금융의 억제에 초점을 맞춘 구체적인 규제강화책을 제시한 바 있다.

중국 당국의 그림자금융에 대한 규제강화 조치는 그림자금융의 확산을 억제하는 효과가 있겠지만 단기적인 부작용도 수반될 전망이다. 우선 기업 입장에서 보면, 신용도와 경쟁력이 낮은 중소기업의 경우 당장 자금조달 압박에 처할 것이고, 한계기업은 디폴트가 증가할 가능성이 높다. 제도은행권은 부외거래를 일반대출로 양성화하는 과정에서 총당금 적립과 자본금 확충 압박에 직면하게 됨으로써 신규대출 여력 축소와 수익성 악화를 불러올 수 있다.

이로 인해 중국 정부는 그림자금융에 대한 지속적인 규제와 관리감독을 강화해 나가는 동시에 중국 경제여건을 고려한 규제 강도와 속도 조절을 병행할 것으로 예상된다. 그림자금융에 대한 규제를 강화하는 과정에서 시중 신용경색과 금융 불안이 심화되어 또 다른 리스크를 야기할 가능성을 경계해야 하며 최근 중국 경기 둔화조짐, 미·중간 무역분쟁 등 실물경제 상황도 고려할 필요성이 있기 때문이다.

2018년 중 인민은행은 그림자금융에 대한 규제를 강화하는 가운데 은행의 요구지급준비율 인하, 중기유동성지원창구(MLF) 등을 통한 유동성 공급을 확대하였으며, 중국 국무원은 기업에 대한 세액공제 확대 등을 통해 기업투자 활성화를 위한 정책적 노력을 취한 바 있다.

중국의 그림자금융은 당국의 규제강화에도 불구하고 향후에도 규모는 지속적으로 확대될 전망이다. 중국 금융산업의 발전에 따라 각종 신종금융상품이 개발되고 점진적인 금융시장의 대외개방도 진전될 것이기 때문이다. 이에 따라 중국의 그림자금융 리스크는 당국의 통제가 가능한 은행 중심의 제도권금융기관보다는 정부의 통제권을 벗어나 있는 민간대출시장 등의 영역에서 문제가 발생할 가능성이 상대적으로 클 것으로 예상된다. 다만 중국 그림자금융의 주 공급원인 은행권에 대한 정부 통제권이 유효하고 중국 금융시장의 미발달로 증권화 수준이 낮다는 점, 중국 정부의 규제강화 등으로 그림자금융으로 인한 전체 금융시스템 위기로의 확산 가능성은 낮다고 판단된다.

그림자금융 위험의 현실화 여부는 향후 중국 당국의 정책대응에 크게 좌우될 것으로 예상된다. 중국 정부가 그림자금융에 대한 규제와 감독을 강화하는 과정에서 경제에 주는 부정적 충격을 최소화하면서 얼마나 효과적으로 정책 목표를 달성해 나갈지가 관건이 될 것이다.

종합적으로 중국 경제의 위험요인들은 중국의 안정적이고 지속가능한 성장을 위해서 반드시 해결해야 할 과제들이다. 중국의 부채 위험은 중앙정부보다 지방정부가 더 크며, 부동산가격 하락 위험은 발생 가능성은 낮은 편이나 만일 부동산가격 하락이 급격히 진행된다면 금융시스템 전반에 충격을 가져올 수 있다. 그림자금융 위험의 경우 중국 정부가 규제를 강화하면서 시스템 위기로의 전이가능성을 낮추고는 있으나, 비은행금융기구를 통한 그림자금융 확대 가능성은 여전히 유의할 필요가 있다고 하겠다. 무엇보다 중국경제의 위험요인들은 각각 개별적으로 존재하기보다 서로 매우 밀접히 연계되어 있는 특징을 보이고 있으며 단기간에 해결될 사안은 아니라는 점이다. 이러한 점에서 우리경제는 중국경제의 위험요인들에 대한 상시적인 모니터링과 함께 위험발생 가능성에 대비한 사전 대응책을 마련하고 있어야 하겠다.

참고문헌

- 강동수, 2011, “중국 금융시스템의 발전과 도전: 한국경제에 대한 정책적 함의,” 「KDI 연구보고서」 6호 2011, 한국개발연구원
- 강동수·이준엽, 2006, “중국 기업의 소유구조와 경영성과,” 연구보고서 2006-02, 한국개발연구원
- 강미정·이화정, 2017, “中 지방정부별 재정능력 평가 및 금융기관 리스크 전이 가능성,” 「하나금융정보」 11호, 하나금융경영연구소
- 김선진, 2015, “중국 부동산버블 추정에 관한 실증연구: 중국 30개 성·시를 중심으로,” 「동북아문화연구」 제27집 119-151,
- 김형철, 2016, “가계자산 부동산 비중의 문제점 및 정책 제언,” 부동산포커스 102호 35-44, 한국감정원
- 동애영·강미정, 2011, “중국 경제의 경착륙 위험과 시사점,” 「월간하나금융」 12월호 5-15, 하나금융경영연구소
- 문익준·이장규·최필수·나수엽·이효진, 2014, “중국 국유기업의 개혁에 대한 평가 및 시사점,” 연구보고서 14-14, 대외경제정책연구원
- 박동준·배기환, 2010, “중국의 부동산 시장 현황과 버블 가능성,” 「해외경제정보」 17호, 한국은행
- 박진오, 2017, “중국 그림자금융의 거시경제적 비용-편익 구조 연구”
- 박춘원·강미정·장정, 2013, “중국 지방정부 부채 리스크 점검,” 「하나금융정보」 75호, 하나금융경영연구소
- 북경사무소, “(현지정보)최근 중국의 부동산 규제조치와 평가,” 한국은행, 2016.10.18
- 북경사무소, “(현지정보)최근 중국의 부동산 규제조치와 평가,” 한국은행, 2017.03.31
- 서창배, 2016, “중국 부동산시장 리스크 요인과 한국경제에 미치는 영향,” 「KERI 정책제언」 16-25, 한국경제연구원
- 송인호, 2014, “주택담보대출비율[LTV] 규제가 거시경제에 미치는 영향,” 「KDI 경제전망」 2014 상반기, 한국개발연구원
- 이범호·정원경, “우리나라 Shadow Banking 현황과 잠재리스크 분석”, BOK 경제리뷰 2012.10월호
- 이윤숙·김지은·신미경, 2-16, “최근의 중국 부동산경기 동향에 대한 평가,” 국제경제리뷰

12호, 한국은행

이정진, “중국 그림자금융 리스크 점검,” 「CEO MEMO 14-08호」, KB금융지주 경영연구소

이찬우, 2015, “중국 부동산시장의 형성과 부동산정책의 전개,” 「KAPA FOCUS 1」 6-19, 한국감정평가사협회

진남·김창경, 2010, “중국 ‘팡누’주거현상의 요인과 특징에 대한 연구,” 「동북아문화연구」 제24집 339-357

한재현·강지연, 2012, “중국 부동산시장 규제의 주요 내용 및 영향,” 「국제경제정보」 35호, 한국은행

한국은행, 2016, “중국 기업부채 증가의 배경 및 리스크 평가,” 해외경제포커스 제2016-21호, 한국은행

한국은행, “중국경제 개혁개방 40년, 성과와 과제,” 국제경제리뷰 제2018-17호, 2018.

Anderson, J, “China’s Impending Minsky Moment,” China Economic Quarterly, Vol. 20, 1, 2016.

Alexander and Arianna Cowling, “China’s Property Sector,” Reserve Bank of Australia Bulletin March Quarter, 2015

Beck, T. and Ross Levine, “Stock markets, banks, and growth: panel evidence,” Journal of Banking and Finance 28, 2004.

BIS, Total credit statistics, 2018.

Ding Ding, Xiaoyu Huang, Ta Jin and W. Raphael Lam, “IMF Working Paper: Assessing China’s Residential Real Estate Market,” International Monetary Fund, 2017

Hofman, B., “Reflections on Forty Years of China’s Reforms”, World Bank, 2018.

IMF, “The People’s Republic of China 2018 Article IV Consultation”, 2018.

IMF, “Resolving China’s Corporate Debt Problem,” IMF Working Paper, Asia Pacific Department, 2016.

IMF, “Global Financial Stability Report,” 2017.

IMF, “Household debt and financial stability,” Global Financial Stability Report, Chap. 2., 2017.

IMF, “People’s Republic of China,” IMF Country Report No. 17/248, 2017

Levine, R., “The legal environments, banks, and long-run economic growth,” Journal of Money, Credit, and Banking 30, 1998.

Lombardi, Marco, M. Mohanty, and I. Shim, “The Real Effects of Household

- Debt in the Short and Long Run,” BIS Working Paper 607, BIS, 2017.
- Maliszewski, W. and et. al, “Resolving China’s Corporate Debt Problem,” IMF working paper No. 16/203, IMF, 2016.
- Mian, Atif, Amir Sufi, and Emil Verner, “Household Debt and Business Cycle Worldwide,” Quarterly Journal of Economics, 2017.
- New York Times, “A Warning on China Seems Prescient,” 2015. 8. 25.
- Morrison, W., “China's Economic Rise: History, Trends, Challenges, and Implications for the United States,” Congressional Research Service, 2015.
- OECD, “China in a Changing Global Environment,” Paris, 2015.
- Pettis, M, “The Growth Rate in Investment Is Going to Collapse,” CFA Conference, 2015.
- Sahay, R. et. al, “Rethinking financial deepening: stability and growth in emerging markets,” IMF staff discussion note 15/08, 2015.
- The Economist, “China’s corporate debt: State of grace,” 2016. 11. 19.
- Wendell and Hugh Pavletich, “13th Annual Demographia International Housing Affordability Survey: 2017 Rating Middle-Income Housing Affordability,” Demographia, Performance Urban Planning, 2017

경제현안분석 목록

	제 목	집 필	발 간
96	5대 신산업 선도 프로젝트의 추진 현황과 정책효과 분석	김상우·신동진· 김미애·권일· 장아련	2018. 12
95	북한 경제개발 재원조달을 위한 국제기구와의 협력방안	진 익·모주영· 박승호·조은영	2018. 12
94	우리나라 저출산의 원인과 경제적 영향	김경수·허가형· 김윤수·김상미	2018. 10
93	내수활성화 결정요인 분석	김윤희·진 익	2017. 12
92	주택가격 변화가 가계부채와 금융 안정성에 미치는 영향	현영진	2016. 11
91	아동 관련 복지분야의 조세지출과 재정지출 지원 현황 및 시사점	채은동	2016. 6
90	일본의 장기침체기 특성과 정책대응에 관한 연구	김윤기, 유승선, 황종률, 오현희	2016. 4
89	조세지출제도 국내외 동향 및 시사점	채은동·이영숙	2015. 9
88	글로벌 금융위기 이후 OECD 국가들의 세계개편 동향 연구	이영숙	2015. 2
87	취득세율 인하가 주택거래 및 지방재정에 미치는 영향	채은동·태정림	2015. 2
86	북유럽 국가의 금융·재정위기 극복과 시사점	조은영	2014. 4
85	우리나라 투자지원 조세제도 현황과 주요국 제도와의 비교 연구	이영숙	2013.12
84	해외 주요국의 재정준칙 운용동향과 정책시사점	김정미·이강구	2013. 9
83	담배가격 인상에 따른 재정 영향 분석	신영임·서재만	2013. 7
82	가계부채의 현황 및 대응방안	신동진	2013. 7
81	소액주주 주식양도소득세 도입방안 및 세수효과분석	채은동	2013. 5
80	남부유럽재정위기가 국내외 경제에 미치는 영향	신후식·유승선	2012.10
79	고령화가 근속 및 연공임금체계에 미치는 영향과 정책 시사점	장인성	2012. 9
78	고령자 일자리 현황과 정책과제	서재만	2012. 9
77	파생금융상품에 대한 거래세 도입에 관한 연구	채은동	2012. 8
76	국민연금 장기 지속가능성 확보방안	김대철·심혜정	2012. 8
75	공적자금 상환대책의 현황 및 개선방안	신동진	2012. 8

	제 목	집 필	발 간
74	세무조사 운영실태의 문제점과 개선방안	심혜정	2012. 7
73	2012 근로장려세제 확대시행의 소요재정과 분배효과	장윤정	2012. 7
72	출산·보육지원 재정소요 추계와 정책과제	조은영	2012. 6
71	발생주의 회계제도 도입이 세입 결산에 미치는 영향	신영임 · 장윤정	2012. 6
70	외국자본의 조세회피 방지를 위한 합리적 과세방안	최천규	2012. 5
69	신용카드 소득공제의 소득계층별 귀착 및 세수효과 과와 시사점	성명기	2011.12
68	경제성장을 단기예측 모형 - 베이지언 VAR 접근방식에 의한 예측 -	황종률	2011.12
67	재정통계 개편의 주요 쟁점과 과제	윤용중, 이강구, 윤준승, 서재만, 김정미	2011.11
66	소득계층별 물가지수의 차이가 체감물가에 미 치는 영향	장인성	2011.11
65	자영업자 현황 및 정책 방향	서재만	2011. 9
64	통일비용에 대한 기존연구 검토	신동진	2011. 8
63	2010년 결산상 재정통의 문제점과 개선방안	윤준승	2011. 8
62	재정의 경제안정화 효과 분석 - 자동안정화장치를 중심으로 -	박승준 · 이강구	2011. 6
61	한·중 신재생에너지 정책 비교와 시사점	원동아	2011. 2
60	고령화가 생산성 및 경제성장에 미치는 영향	장인성	2010.12
59	위안화 절상의 영향과 시사점	신후식 · 유승선	2010.12
58	재정정보 공개 현황 및 개선방안	서재만	2010.12
57	2010년 세법개정안의 세수효과	이영환 · 신영임	2010.10
56	조세법률주의 위반 사례 및 개선방향	윤준승, 정지은, 이남수	2010. 9
55	가계부채의 문제점과 정책개선방안	신동진	2010. 7
54	경기선행지수의 향후 경기에 관한 시사점	유승선	2010. 7
53	남유럽 재정위기와 정책시사점	김정미	2010. 7
52	외평기금 이자비용 처리문제로 본 통합재정통 계의 문제점 및 개선방안	심혜정	2010. 6
51	경제위기와 각국의 조세정책 동향 및 시사점	신영임 · 이영환	2010. 5
50	외화예산의 환위험 관리방안	연훈수	2010. 2
49	국가재정운용계획의 평가 및 과제	나아정 · 박승준	2009.12
48	소득격차의 확대와 재분배 정책의 효과	장인성	2009.12
47	금융위기와 한국의 잠재성장률	황종률	2009.12
46	사회복지 기능 확대에 따른 지방재정 영향 분석	심혜정	2009.12

	제 목	집 필	발 간
45	2009년 말 일몰도래 비과세 · 감면항목 운용 현황	정지은	2009.11
44	비과세 · 감면제도 운용현황 및 개선과제	정지은	2009.11
43	지방소득세 · 지방소비세 도입과 향후 과제	이영환, 황진영,신영임	2009.11
42	금융안정화대책의 정책효과와 출구전략의 방향	신동진	2009.11
41	2008년 이후 세제개편의 세수효과	이영환 · 신영임	2009. 8
40	글로벌 금융위기 극복을 위한 금융정책 분석	신동진	2009. 7
39	재정확대의 거시경제적 효과분석	박승준	2009. 4
38	경제위기의 전개와 대응	신후식, 유승선, 연훈수	2009. 3
37	우리나라 외환금융시장 취약성 비교 분석	신후식, 유승선, 연훈수	2008.12
36	중국의 기업소득세법 제정에 따른 입법적 시사점 검토	황진영	2008.12
35	지방정부 재정자주권의 국제비교와 정책적 시사점	심혜정	2008.12
34	2008년 세제개편안 분석 : 목적세 정비안을 중심으로	이영환 · 정지은	2008.11
33	2008년 세제개편안 분석 : 비과세 · 감면제도를 중심으로	정지은	2008.11
32	2008년 세제개편안 분석 : R&D지원 강화를 중심으로	이상훈	2008.11
31	2008년 세제개편안 분석 : 종합부동산세	이영환 · 신영임	2008.11
30	OECD 주요국가 초과세수 발생과 재정규율 사례	이남수 · 이성규	2008. 9
29	유가환급금 지급(안) 평가	정지은, 홍인기, 전승훈	2008. 9
28	청년층 고용현황과 시사점	정상훈 · 이충언	2008. 8
27	환율변동이 국내물가에 미치는 영향	연훈수	2008. 4
26	목적세와 특별회계의 문제점과 개편방향	이영환, 이성규	2008. 1
25	은행산업의 경쟁도 분석과 정책적 시사점	신동진	2007.12
24	「강제집행등과 체납처분의 절차조정법」의 입법 필요성 검토	황진영	2007.12
23	원화가치 변동이 수출가격에 미치는 영향	성명기	2007.11
22	한국의 실질 GDP 장기 예측 : 2007~2050년	장인성	2007.11
21	세법체계 개편작업의 동향분석	황진영	2007. 9
20	중소기업 신용보증제도의 운영성과와 개선방안	정상훈	2007. 9
19	과세정보 공개제도의 현황	문성환	2007. 8
18	구조조정 이후 은행산업의 효율성 분석	신동진	2007. 8

	제 목	집 필	발 간
17	한국의 잠재성장률과 자연실업률 추정	황중률	2007. 7
16	유가 상승의 원인 및 유류세 인하를 둘러싼 쟁점 분석	이영환 · 전승훈	2007. 7
15	미국 기준선전망의 의의와 우리 예산과정에 대한 시사점	정문종	2007. 6
14	최근 일본의 재정개혁과 시사점	이남수 · 서세욱	2007. 6
13	물가상승에 의한 소득세 부담 증가 완화를 위한 정책대안 : 소득세 물가연동제에 대한 검토	전승훈	2007. 5
12	DDA 농업협상의 논의동향 및 영향에 대한 고찰	송원근	2006. 6
11	미국의 재정개혁 논의동향과 시사점	정문종	2006. 6
10	2000~2005년 경제예측의 경험과 단기예측 방식의 개선방향	유승선	2006. 5
9	퇴직연금세제 관련 현안분석과 개선방향	문성환	2006. 5
8	자영업 진출 결정요인과 정책적 시사점	김기승	2006. 2
7	분야별 자원배분에 대한 국제비교 연구	전승훈	2006. 1
6	주택가격 안정을 위한 정책현황 및 과제	송원근	2005.12
5	국세행정에 대한 새로운 감독체제의 모색	문성환	2005. 7
4	재정 건전성 강화를 위한 재정규율의 확립-지출상한선을 중심으로	정문종	2005. 6
3	일자리 창출정책의 현황과 과제	김기승	2005. 5
2	조세지출예산제도와 정책과제	전승훈	2004.12
1	재정지출 확대와 감세의 경제적 효과 분석	김기승, 임일섭, 전승훈	2004.10

중국경제 현안 분석
-부채·부동산·그림자금융을 중심으로

발간일 2018년 12월 27일
발행인 김춘순 국회예산정책처장
편 집 경제분석국 거시경제분석과
발행처 **국회예산정책처**
서울특별시 영등포구 의사당대로 1
(tel 02 · 2070 · 3114)
인쇄처 경성문화사 (tel 02 · 786 · 2999)

내용에 관한 문의는 국회예산정책처 거시경제분석과로 연락해
주시기 바랍니다. (tel 02 · 788 · 3775)

ISBN 978-89-6073-163-9

© 국회예산정책처, 2018

건전한 재정
희망찬 미래

