KDI

연구보고서 2011-06

중국 금융시스템의 발전과 도전: 한국경제에 대한 정책적 함의

강동수 편

KOREA DEVELOPMENT INSTITUTE



연구보고서 2011-06

중국 금융시스템의 발전과 도전: 한국경제에 대한 정책적 함의

강동수 편

KDI

발간사

1997년 외환위기 이후 중국은 우리 경제가 성장하는 데 있어서 많은 기회를 제공해 왔다. 수익성의 하락으로 생존의 벽에 부딪혔던 우리나라의 한계기업은 중국이라는 새로운 돌파구를 통해 국내적으로는 성공적인 기업구조조정을 완성하였고, 국제적으로는 양국의 기업 간 분업적 협력관계를 유지하면서 동반성장이라는 과실을 공유하였다.

그런데 최근에는 향후에도 중국이 여전히 우리나라에 기회를 제공할 것인지에 대한 문제가 제기되고 있다. 2008년 글로벌 금융위기를 계기로 중국은 전 세계에서 정치경제적 위상이 크게 높아졌다. 또한 최근 유럽의 재정위기를 겪으면서 선진국들이 중국의 역할을 기대할 정도로 중국의 행보는 이미 동아시아를 넘어서 전 세계적인 주목을 받고 있다. 이러한 국가적 위상의 제고와 함께 내부적으로 과학기술과 산업의 발전에 있어 큰 진전을 이루고 있는 중국은 단순히 세계의 공장으로서 기능하는 단계를 뛰어넘고 있는 상황이다. 다시 말해 과거의 분업적 관계에서 경쟁적 관계로 변모하게 된 것이다. 이에 따라 우리나라는 중국과 경제적으로 어떠한 동반자적 관계를 설정하느냐가 성장과 위기관리의 측면 모두에서 매우 중요하게 되었다.

세계경제에서 10% 정도의 비중을 차지하며 핵심적 영향력을 행사하는 중국이지만 실물경제와 금융 간의 불균형한 발전은 중국경제의 잠재적 위험요인 중의 하나로 평가되고 있다. 즉, 시장경제체제에 의해 운영되며 효율적인 실물경제에 비하여, 중국의 금융시장은 상대적으로 비효율적이고 계획경제적인 요소가 시장 운영에 있어 여전히 중요한 역할을 하고 있다. 이러한 상황에서

중국 금융시장의 제반 위험요인에 대한 연구 분석은, 첫째 중국적 특수성과 세계적 보편성을 반영한 시각을 균형 있게 견지한 분석적 방법론으로 중국경제를 조망해 본다는 점에서 연구 의의가 있으며, 둘째 중국경제가 우리나라 경제에 즉각적인 영향을 미치는 전달경로라는 점에서 연구의 정책적 함의가 크다고 할 수 있다.

KDI는 국가적 전략 수립이라는 관점에서 중국에 관한 대표공동과제를 추진하게 되었다. 본 과제에서는 중국의 입장에서 중국 금융시스템의 현 상황과 문제점을 조망하고 향후 거시·금융·외환 정책과 그 영향을 전망하는 연구를 수행하고자 하였다. 분석의 단계에서는 최대한 한국의 입장을 배제하고 중국적 환경과 시각에서 정책을 분석하였다. 중국적 시각과 입장을 반영하기 위해서 연구진에 중국 측 연구자를 포함하였고, 한국 측 연구자는 통계 및 객관적 자료의 분석에 주력하였다. 부분적으로 중국적 특성에 대한 이해도를 높이기 위하여 한국 측 중국 전문가의 문헌 조사 및 해석을 실시하였고, 이에 대하여 중국 측 중국 전문가의 검토를 거치는 방식을 취하기도 하였다. 따라서 본 연구에서는 가급적 한국과 중국의 연구자가 분업을 넘어 협업을 통해 연구 결과물을 도출하고자 하였다.

본 보고서의 기획과 편집은 본원의 강동수 박사가 담당하였다. 그리고 국내 연구진으로는 KDI 국제정책대학원 조만 교수와 이진수 교수, 연세대학교 함준호 교수, 하나금융경영연구소 동애영 연구원, 인하대학교 이준엽 교수, 인천발전연구원 강승호 연구위원, 동덕여자대학교 서봉교 교수, 공주대학교 남수중 교수, 한남대학교 오대원 교수 등이 참여하였다. 또한 중국 대외경제무역대학의 딩즈지에 금융학원장, 쑨샤오주엔 교수, 쩡지엔밍 교수, 판얀훼이 교수, 판후이펑 교수 등이 집필진으로 참여하였다. 이들 연구진은 2010년 초부터 다수의 연구회의를 통해 연구의 내용에 대한 상호 논평은 물론 서로의 연구 간 연계성을 감안하면서 중국 금융시스템에 대한 포괄적인 연구를 수행하였다.

중국에 대한 실증분석을 수행하기 위해 다수의 통계자료를 입수하였고, 필

요시 중국 기업을 대상으로 한 설문조사도 실시하였다. 특히 중국의 워니네트워크는 중국 내 700여 기업에 대한 전화 설문조사를 대행함으로써 연구에 필요한 자료의 구축에 크게 기여하였다. 또한 KDI와 중앙일보는 2011년 7월 22일에 '중국 금융시스템의 현안 및 전망'이라는 주제의 국제회의를 개최하였다. 동 국제회의에는 중국사회과학원 경제연구소 장샤오징 거시금융실 주임, 저장대학 양리우용 금융학부장, 중국사회과학원 세계경제정치연구소 쉬치위안 박사 등이 초청되어 본 보고서의 주요 연구내용에 대하여 유익한 논평을 제공하였다. 그리고 유광렬 기획재정부 국제금융정책관, 한우덕 중앙일보 중국연구소 부장, 이장규 대외경제정책연구원 중국성별연구단 단장 등 한국 측 중국 전문가도 연구에 보완적인 시각을 제시하였다.

본 보고서의 저자들은 연구의 과정에서 자문, 조언, 격려를 아끼지 않으신 본원의 김주훈 부원장, 고영선 연구본부장, 조병구 경영지원본부장, 우천식 산업·경쟁정책연구부장과 보고서의 질을 높이는 데 큰 도움을 주신 익명의 심사자들에게 큰 감사를 드린다. 또한 본 연구가 성공적으로 수행될 수 있도록 연구 및 행정 지원서비스를 제공한 본원의 서영선 연구원, 정성진 연구원, 안자연 연구원, 김수진 연구원, 김현애 연구행정원, 그리고 대외경제정책연구원으로 이직한 이상희 연구원에게도 깊이 감사하고 있다. 아무쪼록 우리나라의 경제 및 금융 분야 관련 정책당국자, 금융기관 임직원, 기업가 그리고 연구자들이 중국의 금융시스템과 정책 방향을 이해하고 이를 바탕으로 대중국 정책 및 대응전략을 수립하는 데 본 보고서가 유용하게 쓰이길 바란다.

끝으로 본 보고서의 내용은 저자들의 의견이며 본원의 공식견해가 아님을 밝혀둔다.

2011년 12월

한국개발연구원 원장

현 오 석

목차

발간사

제1장 서론 및 요약 (강동수) ····· 1
제1절 과제의 개요 ····· 1
제2절 연구의 질문 및 결과 요약 ····· 3
1. 연구의 질문 ····· 3
2. 장별 연구 요약 ····· 7
제3절 중국 금융시스템의 위험성과 한국경제에 대한 시사점 ····· 27
참고문헌 ····· 33

제2장 중국의 거시적 유동성: 평가 및 시사점 (함준호 · 동애영) ····· 34
제1절 연구 배경 및 목적 ····· 34
제2절 중국의 통화정책과 은행신용 ····· 36
1. 중국의 통화정책 개관 ····· 36
2. 글로벌 위기 이후 유동성 현황 ····· 42
3. 은행신용의 초과공급 정도와 투자 및 자산시장 ····· 48
제3절 초과유동성, 대출, 투자 및 자산가격 간 관계에 대한 실증분석 ··· 58
1. 분석자료 및 변수 ····· 59
2. 초과유동성, 초과은행대출, 투자 및 자산시장의 과열 정도 ····· 62
3. VAR 모형 추정 결과 ····· 65

제4절 중국의 통화신용정책 기조 변화와 예상 파급효과 ····· 71
1. 인플레이션 위험과 통화신용정책의 긴축기조 전망 ····· 71
2. 실물경제에 대한 영향 ····· 80
3. 은행부문에 대한 영향 ····· 84
4. 자산시장에 대한 영향 ····· 86
제5절 결론 및 시사점 ····· 88
참고문헌 ····· 95

제3장 중국 은행산업의 발전과 과제 (쩡지엔밍) ····· 98
제1절 서론 ····· 98
제2절 은행산업의 역사적 진전과 발전단계 ····· 99
1. 1979~83년 ····· 99
2. 1984~97년 ····· 100
3. 1998~2002년 ····· 100
4. 2003년~현재 ····· 103
제3절 은행산업의 발전환경 분석 ····· 111
1. 제도의 변천 ····· 111
2. 경제환경의 변천 ····· 115
3. 통화정책환경의 변천 ····· 116
4. 감독환경의 변천 ····· 117
5. 회사 관리환경의 변천 ····· 119
제4절 은행산업 발전과정의 모순과 도전 ····· 122
1. 국유상업은행의 연성예산제약과 도덕적 해이 ····· 122
2. 바젤Ⅲ 협약의 영향 ····· 124
3. 상업은행의 부동산 버블에 대한 스트레스테스트 ····· 129
4. 분업감독과 겸업감독의 문제 ····· 131

제5절 은행산업의 전망 ····· 134
1. 통화정책이 은행대출에 미치는 영향 ····· 134
2. 주식시장의 발전과 은행산업 ····· 137
3. 은행산업이 경제성장에 미치는 영향 ····· 141
4. 국유은행의 재산권 개혁과 지분 구조조정 ····· 143
5. 은행산업의 발전 전망 ····· 146
참고문헌 ····· 148

제4장 중국 상업은행의 부실채권 연구 (딩즈이에 · 쑨샤오주엔) ····· 151
제1절 서론 ····· 151
제2절 부실자산의 형태 ····· 152
제3절 부실채권의 정의 및 분류방법의 변천 ····· 154
제4절 금융체제 개혁과 부실채권의 형성 및 변화 ····· 156
제5절 상업은행 부실채권 처리와 금융자산관리공사 ····· 161
1. 부실채권의 청산과 시장화 인수 ····· 161
2. 금융자산관리공사의 부실채권 정리 ····· 168
3. 부실채권가격 산정방법 ····· 171
4. 금융자산관리공사의 상업적 전환 ····· 172
제6절 향후 상업은행의 부실채권 리스크 관리 ····· 174
제7절 결론 ····· 181
참고문헌 ····· 183

제5장 금융규제 완화에 따른 중국 자산운용시장의 기회와 리스크 (서봉교) ····· 184
제1절 서론 ····· 184
제2절 금융자산 포트폴리오의 변화 추이 ····· 186

1. 기존 연구 검토 ····· 186
2. 금융자산 포트폴리오 변화의 특징 ····· 189
제3절 자산운용업의 성장과 기회 요인 ····· 194
1. 자산운용업제도의 변화와 특징 ····· 194
2. 중국 자산운용업의 성장과 기회 요인 ····· 201
3. 성장 원동력인 금융규제 변화 ····· 204
제4절 자산운용업 성장의 영향과 리스크 ····· 214
1. 금융자산 포트폴리오 변화의 직접적인 리스크 ····· 214
2. 은행의 신규 금융상품 개발과 리스크 ····· 216
3. 은행 수익확대를 위한 소매대출 증대와 리스크 ····· 218
4. 비은행부문의 대응과 리스크 ····· 222
제5절 결론 및 시사점 ····· 225
참고문헌 ····· 228

제6장 중국 기업의 자금조달 행태 (강동수 · 이준엽) ····· 231
제1절 서론 ····· 231
제2절 중국 기업금융 현황 ····· 233
1. 금융환경의 변화 추이 ····· 233
2. 선행연구 ····· 238
제3절 중국 기업의 금융행태에 대한 설문조사 ····· 239
1. 설문조사의 설계 ····· 239
2. 주요 설문조사 결과 ····· 242
제4절 설문조사를 이용한 실증분석 ····· 247
1. 가설의 수립 ····· 247
2. 방법론 ····· 247
3. 회귀분석 결과의 정리 ····· 251

4. 결과의 요약 및 해석 ····· 261
제5절 결론 ····· 269
참고문헌 ····· 271

제7장 중국 부동산시장의 현황 및 주택가격 적정성 분석 (조만) ····· 274
제1절 서론 ····· 274
제2절 가격추세 및 주요 정책개입 ····· 278
제3절 시장 펀더멘털 추이 ····· 282
1. 경제성장 및 도시화 ····· 282
2. 모기지대출 증가 ····· 284
3. 사용자 자본비용 ····· 287
4. 토지공급 및 주택건설 ····· 288
제4절 가격적정성 실증분석 ····· 291
1. 자료 및 기초통계 ····· 291
2. 실증분석 모형 및 결과 ····· 293
3. 주택가격의 고평가-저평가 분석 ····· 298
제5절 시사점 및 결론 ····· 300
참고문헌 ····· 302
【부록 1】 ····· 305
【부록 2】 ····· 308

제8장 중국 부동산시장과 지방재정: 지방의 도시화정책과 재정적자가 부동산시장에 미치는 영향 (강승호) ····· 312
제1절 서론 ····· 312
제2절 중국의 부동산 현황과 시장 특징 ····· 314
1. 도시 부동산투자와 GDP ····· 314

2. 도시화와 부동산시장의 특징 ····· 317
3. 부동산 관련 법제 정비과정 ····· 322
제3절 중국의 부동산시장과 지방정부 ····· 326
1. 부동산 관련 조세수입 ····· 326
2. 토지 양도수입 ····· 328
3. 지방 산하 투자공사와 금융대출 ····· 337
제4절 결론 ····· 340
참고문헌 ····· 342
【부록】 ····· 344

제9장 위안화 절상과 국제화의 중국경제에 대한 영향과 시사점
(남수중 · 오대원) ····· 346
제1절 서론 ····· 346
제2절 위안화 절상의 중국경제에 대한 영향 분석 ····· 349
1. 위안화 환율 추이와 저평가 정도 ····· 349
2. 실증분석 ····· 356
제3절 위안화 국제화의 영향과 의미 ····· 374
1. 위안화 국제화 현황 ····· 374
2. 위안화 국제화 가능성에 대한 실증분석 ····· 380
제4절 결론 및 시사점 ····· 390
1. 정책적 함의 및 전망 ····· 390
2. 한국에 대한 시사점 ····· 397
참고문헌 ····· 399

제10장 핫머니 유출입에 따른 중국 외환시장의 불안정화 가능성 (이진수) ····· 404
제1절 서론 ····· 404
제2절 중국의 핫머니 유출입에 대한 기존 논의 ····· 406
1. 중국으로의 핫머니 유입 이유 ····· 406
2. 기존 방법에 의한 중국의 핫머니 유출입 규모 추정 ····· 411
제3절 중국의 외환관리제도 ····· 416
1. 중국의 경상거래 관련 외환관리제도 ····· 416
2. 중국의 자본거래 관련 외환관리제도 ····· 417
제4절 중국의 국제수지 추이로 본 핫머니의 대규모 유출입 가능성 ··· 420
1. 중국의 국제수지 추이 ····· 421
2. 경로별 중국의 핫머니 유출입 가능성 ····· 430
제5절 핫머니 유출입에 따른 중국 외환시장의 불안정화 가능성에 대한 평가 및 향후 전망 ····· 435
참고문헌 ····· 442

제11장 중국 외환보유고의 급증과 국제 자본시장에 대한 영향 (판얀훼이 · 판후이펑) ····· 445
제1절 서론 ····· 445
제2절 중국 외환보유고 급증의 원인 ····· 447
제3절 중국 외환보유고의 관리 현황 ····· 452
1. 국가외환관리국(SAFE) ····· 453
2. 중국투자유한책임회사(CIC) ····· 455
제4절 최근 중국 외환보유 관리정책의 조정 ····· 456
제5절 중국 외환보유고 조정의 영향 ····· 463
1. 중국 외환보유고 구매가 유입국에 주는 영향 ····· 463

2. 중국의 외화자산 매각이 해당 국에 주는 영향 ····· 466
제6절 결론 ····· 469
참고문헌 ····· 471

◈ 표 목 차

〈표 2- 1〉 중국의 통화정책수단 ····· 39
〈표 2- 2〉 글로벌 금융위기 이후 중국의 통화정책 완화조치 ····· 43
〈표 2- 3〉 2010년 이후 중국의 통화정책 긴축 조치 ····· 44
〈표 2- 4〉 글로벌 유동성 규모 추정 ····· 47
〈표 2- 5〉 실증분석에 사용된 변수의 정의 ····· 60
〈표 2- 6〉 실증분석 변수의 통계적 특성 ····· 63
〈표 2- 7〉 2000년 이후 중국 물가상승기의 비교 ····· 75

〈표 3- 1〉 2000~02년 국유 독자상업은행의 자산, 부채와 예대 금액 ····· 103
〈표 3- 2〉 2003~09년 중국 은행산업 금융기구의 총자산 ····· 105
〈표 3- 3〉 2007~09년 중국 은행산업 금융기구의 세후 이윤 ····· 106
〈표 3- 4〉 2005~09년 상장된 4대 상업은행의 총자산과 이익 ····· 107
〈표 3- 5〉 2003~09년 상업은행의 자기자본비율 충족 현황 ····· 107
〈표 3- 6〉 2005~08년 상장된 4대 국유상업은행의 핵심자본비율과
자기자본비율 상황 ····· 108
〈표 3- 7〉 2003~09년 주요 상업은행의 부실대출 현황표 ····· 109
〈표 3- 8〉 2009년 상업은행의 부실채권 현황표 ····· 110
〈표 3- 9〉 2003~09년 상업은행의 부실대출 대손충당금 적립비율 현황표 ····· 111
〈표 3-10〉 1997~2009년 화폐 공급량 ····· 116
〈표 3-11〉 중국 금융그룹의 업종별 지분 보유 현황 ····· 132
〈표 3-12〉 중국 은행의 업종별 지분 보유 현황 ····· 133

〈표 5- 1〉 중국 금융자산 부문별 비중의 변화 ····· 190

표 목 차

〈표 5- 2〉 중국 금융자산 구성의 변화 ····· 191
〈표 5- 3〉 중국 예금의 부문별 구성 변화 ····· 192
〈표 5- 4〉 개인 금융자산 중 예금과 투자의 비중 변화 ····· 194
〈표 5- 5〉 미국의 개인 금융자산 중 예금과 투자의 비중 변화 ····· 194
〈표 5- 6〉 각 기관별 QDII 한도취득 및 한도(2010년 말 기준) ····· 197
〈표 5- 7〉 중국 펀드 유형별 개인과 기관의 비율 ····· 200
〈표 5- 8〉 전 세계 펀드 순자산 규모와 증가율 ····· 202
〈표 5- 9〉 1980년대 이후 미국 뮤추얼펀드 산업의 성장 추이 ····· 203
〈표 5-10〉 한국 펀드 자산운용업의 성장 동인 ····· 204
〈표 5-11〉 중국 상장 보험사의 외국인 지분 현황(2009년 말 기준) ····· 206
〈표 5-12〉 중국 은행의 예금 및 대출 금리 추이 ····· 209
〈표 5-13〉 중국 주식시장의 개인투자계좌 수 추이 ····· 210
〈표 5-14〉 중국 은행의 부실비율 추이 ····· 215
〈표 5-15〉 은행 대손충당금과 대손충당비율 추이 ····· 215
〈표 5-16〉 은행 수익률과 수익구조의 변화 추이 ····· 216
〈표 5-17〉 은행 재테크 상품의 발행량 추이 ····· 217
〈표 5-18〉 상하이 지역 재테크 상품의 판매와 구성비 ····· 217
〈표 5-19〉 중국 대출총액 증가율 추이 ····· 220
〈표 5-20〉 중국 예금의 부문별 구성 변화 ····· 220
〈표 5-21〉 부문별 대출 증가 기여도 ····· 220
〈표 5-22〉 소매금융 구성의 변화 추이 ····· 221
〈표 5-23〉 중국 보험상품별 수보(2007년 말 기준) ····· 224
〈표 5-24〉 중국 생명보험 자산 운용 구성의 변화 ····· 224

〈표 6- 1〉 금융기관의 중소기업대출 ····· 234
〈표 6- 2〉 2008년 현재 금융기관별 중소기업대출 현황 ····· 236

〈표 6- 3〉 2008년 현재 중소기업대출에서 금융기관이 차지하는 비중 ····· 236
〈표 6- 4〉 중국 중소기업의 자금조달 비중 ····· 243
〈표 6- 5〉 지역별 대출신청 현황 ····· 246
〈표 6- 6〉 장쑤성(江蘇省) 중소기업의 2008~09년 은행, 신용사 대출신청 현황 ···· 247
〈표 6- 7〉 회귀분석에 사용된 종속변수 ····· 249
〈표 6- 8〉 회귀분석에 사용된 설명변수 ····· 250
〈표 6- 9〉 현재 자금상황에 대한 서수형 다변량로짓 회귀분석 ····· 252
〈표 6-10〉 유동자금 조달 난이도에 대한 서수형 다변량로짓 회귀분석 ····· 253
〈표 6-11〉 자산부채비율에 대한 서수형 다변량로짓 회귀분석 ····· 255
〈표 6-12〉 은행대출 난이도에 대한 서수형 다변량로짓 회귀분석 ····· 256
〈표 6-13〉 금융기관 대출경험에 대한 로짓회귀분석 ····· 257
〈표 6-14〉 사금융에 대한 로짓회귀분석 ····· 259
〈표 6-15〉 사금융 이용 난이도에 대한 서수형 다변량로짓 회귀분석 ····· 260

〈표 7- 1〉 중국의 거시 및 금융 변수 추이 ····· 283
〈표 7- 2〉 1998~2010년간 실질주택가격 증가율에 대한 기초통계량(국가별 비교) ··· 292
〈표 7- 3〉 1선 도시별 실질주택가격의 회귀분석 결과(1998~2010년) ····· 295
〈표 7- 4〉 1선 도시별 실질주택가격의 회귀분석 결과(2005년 1월~2010년 9월) ··· 295
〈표 7- 5〉 5대 권역별 실질주택가격의 회귀분석 결과(2005년 1월~2010년 9월) ··· 297
〈표 7- 6〉 주택가격 평균수렴(mean reversion)패턴－국제비교 ····· 300

〈표 8- 1〉 부동산 관련 세금 ····· 327
〈표 8- 2〉 중국 지방재정의 수입구조 ····· 329
〈표 8- 3〉 지방재정 자체수입과 토지양도금 수입 ····· 331
〈표 8- 4〉 토지 양도수입의 용도별 지출(2009년) ····· 333
〈표 8- 5〉 국유지 유상양도에서 수의계약의 비율 ····· 333

표 목 차

〈표 8- 6〉 용도별로 본 수의계약의 비율(2005년) ····· 333
〈표 8- 7〉 대도시 토지사용권 양도수입 상황(2009년) ····· 336
〈표 8- 8〉 지방 투자공사 대출잔액과 원금상환액 추정 ····· 339

〈표 9- 1〉 중국 위안화 저평가 정도를 추정한 연구 결과 종합 ····· 353
〈표 9- 2〉 주요 투자은행의 위안화 환율 전망 ····· 355
〈표 9- 3〉 중국 수출의 요인 분석 ····· 358
〈표 9- 4〉 그랜저 인과관계 검정(Granger Causality Test) ····· 363
〈표 9- 5〉 단위근 검정(ADF, Phillips Perron) ····· 364
〈표 9- 6〉 Johansen 공적분 검정(Johansen Cointegration Test) ····· 365
〈표 9- 7〉 국제통화의 기능 ····· 375
〈표 9- 8〉 홍콩 역외 위안화시장의 채권 발행 현황 ····· 379
〈표 9- 9〉 위안화 국제화 추진과정 ····· 379
〈표 9-10〉 변수 산정방법 ····· 382
〈표 9-11〉 준비통화모형 추정 결과 ····· 386
〈표 9-12〉 투자통화모형 추정 결과 ····· 388
〈표 9-13〉 각국 화폐별 국제화 속도 및 규모 추정 ····· 390

〈표 10- 1〉 기존 방법에 의한 연도별 중국의 핫머니 유출입 규모 추정 ····· 413
〈표 10- 2〉 중국의 핫머니 유출입 요인별 수익률과 핫머니 추정규모의 상관관계
(반기 자료 이용) ····· 415
〈표 10- 3〉 해외투자자가 투자할 수 있는 중국 주식 유형 ····· 419
〈표 10- 4〉 중국의 경상 및 자본 수지와 외환보유액 증감 추이 ····· 421
〈표 10- 5〉 중국의 자본수지 구성항목별 추이 ····· 423
〈표 10- 6〉 중국의 해외직접투자 유출입 추이 ····· 425
〈표 10- 7〉 중국의 주식투자 유출입 추이 ····· 426

〈표 10– 8〉 중국의 채권투자 유출입 추이 ····· 428
〈표 10– 9〉 중국의 기타투자 유출입 추이 ····· 429
〈표 10–10〉 중국 주식시장의 투자자 유형별 투자비중(2007년 말 현재) ····· 432
〈표 10–11〉 중국의 주식시장 규모 추이 ····· 433
〈표 10–12〉 외환위기의 선행지표(16개) ····· 437
〈표 10–13〉 2009년 중반 중국의 외환위기 발생 가능성을 나타낸 지표 ····· 438

〈표 11– 1〉 중국이 보유한 달러자산의 규모와 구성 ····· 460

◈ 그 림 목 차

[그림 2- 1] 중국의 통화정책기조 변화 ····· 37
[그림 2- 2] 기준금리와 지급준비율 추이 ····· 45
[그림 2- 3] 인민은행 채권금리 추이 ····· 45
[그림 2- 4] 위안화 환율 추이 ····· 45
[그림 2- 5] 초과유동성 추이(GDP 증가율 기준) ····· 46
[그림 2- 6] 초과유동성 추이(산업생산 증가율 기준) ····· 46
[그림 2- 7] 핫머니 유출입 추정액 ····· 48
[그림 2- 8] 은행 신규대출 추이 ····· 49
[그림 2- 9] 은행대출, M2 증가율, GDP 성장률 추이 ····· 50
[그림 2-10] GDP 대비 은행대출 비율 ····· 51
[그림 2-11] 은행대출 잔액 중 단기 및 중장기 대출 비중 ····· 52
[그림 2-12] 은행 신규대출의 부문별 분포 ····· 52
[그림 2-13] 2009년 신규 중장기 대출의 산업별 분포 ····· 53
[그림 2-14] 은행대출과 고정투자 추이 ····· 54
[그림 2-15] 정부부문 고정투자 추이 ····· 54
[그림 2-16] 주가와 은행대출 ····· 56
[그림 2-17] 부동산 대출규모 추이 ····· 57
[그림 2-18] 부동산 가격 및 거래량 추이 ····· 57
[그림 2-19] 실증분석 변수의 시계열 추이 ····· 61
[그림 2-20] 초과유동성과 초과고정투자 증가율 VAR 모형 충격반응함수 ····· 67
[그림 2-21] 초과유동성과 초과부동산투자 증가율 VAR 모형 충격반응함수 ····· 68
[그림 2-22] 초과유동성과 실질부동산가격 상승률 VAR 모형 충격반응함수 ····· 69
[그림 2-23] 초과유동성과 실질주가 상승률 VAR 모형 충격반응함수 ····· 70

[그림 2-24] 유동성과 CPI 추이 ····· 73
[그림 2-25] CPI와 PPI 추이 ····· 74
[그림 2-26] CPI 상승률과 기준금리 및 지급준비율 ····· 77
[그림 2-27] 부문별 성장기여도 추이 ····· 81
[그림 2-28] M2와 투자 증가율 추이 ····· 81
[그림 2-29] 은행 신규대출 중 기업과 가계 대출 비중 ····· 82
[그림 2-30] 가계대출 잔액 구성 ····· 82
[그림 2-31] 소비, 투자, 순수출의 GDP 대비 비중 추이 ····· 83
[그림 2-32] 은행권 NPL 비율 추이 ····· 85
[그림 2-33] 중국 성장률과 한국의 수출 ····· 91
[그림 2-34] 중국의 생산자물가와 한국의 수입물가 ····· 92

[그림 3- 1] 2003~09년 각 은행별 시장점유율 ····· 106
[그림 3- 2] 2003~09년 자기자본비율 기준 달성 상업은행의 수와 기준 도달 자산의 비율 ····· 108
[그림 3- 3] 2003~09년 주요 상업은행의 불량대출 잔액과 비율 ····· 109
[그림 3- 4] 2003~09년 주요 상업은행의 부실대출 대손충당금 적립비율 현황 ··· 111
[그림 3- 5] 1997~2007년 성(省)의 시장화지수 평균(티벳성 제외) ····· 112
[그림 3- 6] 1999~2007년 금융업 시장화지수 각 성의 평균값(서장 제외) ····· 113
[그림 3- 7] 1998~2009년 GDP와 평균 1인당 GDP ····· 115
[그림 3- 8] 1997~2010년 GDP와 CPI 시계열 ····· 116
[그림 3- 9] 은행의 자금긴축 정도와 부실채권비율의 산포도 ····· 137
[그림 3-10] 1991~2009년 주민 저축액 연말 금액 ····· 139
[그림 3-11] 1991~2009년 주식조달액과 주식발행량 ····· 139

[그림 4- 1] 중국 금융기관 인민폐 자금운용의 대출비중 ····· 153

그 림 목 차

[그림 4- 2] 국유상업은행의 부실채권과 부실률 ····· 160
[그림 4- 3] 국유상업은행의 부실대출금액(2008년 농업은행의 정책성 청산이 아직 진행되지 않았다는 가정) ····· 175
[그림 4- 4] 금융기관 신규대출 증가율과 국유은행의 부실채권비율 ····· 175
[그림 4- 5] 국유상업은행의 고정, 회수의문, 추정손실 채권의 부실률 ····· 176
[그림 4- 6] 중국의 1년 만기 대출의 예대금리차 ····· 177
[그림 4- 7] 중국공상은행, 중국은행, 건설은행, 농업은행의 경영수익 대비 이자수익 비율 ····· 178

[그림 5- 1] 중국의 금융연관비율 추이 ····· 190
[그림 5- 2] 개인예금 총액과 증가율 추이 ····· 192
[그림 5- 3] 개인예금의 월별 증가율(전월대비) 추이 ····· 193
[그림 5- 4] 펀드 순자산과 시가총액 대비 비율 추이 ····· 202
[그림 5- 5] 중국의 실질금리 추이 ····· 209
[그림 5- 6] GDP 대비 주식시장 시가총액 비율 ····· 211

[그림 6- 1] 설문대상 기업의 업종 ····· 241
[그림 6- 2] 설문대상 기업의 자산규모 ····· 241
[그림 6- 3] 설문대상 기업의 소유권 형태 ····· 241
[그림 6- 4] 현재 자금상황 ····· 243
[그림 6- 5] 자금문제로 어려움을 겪은 시기 ····· 243
[그림 6- 6] 창업자금의 주요 출처 ····· 244
[그림 6- 7] 현재 자금조달의 주요 출처 ····· 244
[그림 6- 8] 현재 대외채무의 출처 ····· 244

[그림 7- 1] 중국 실질주택가격 성장률 ····· 279

[그림 7- 2] 중국 1선 도시 실질주택가격 성장률 ····· 280
[그림 7- 3] 중국 대도시 대비 주택가격 비율 ····· 281
[그림 7- 4] 중국 GDP 대비 주택대출 잔액 ····· 285
[그림 7- 5] 중국 전체, 베이징 및 상하이의 토지가격 추세 ····· 290
[그림 7- 6] 중국 전체, 베이징 및 상하이의 연간 주택투자증가율 ····· 290
[그림 7- 7] 중국의 5대 권역 ····· 291
[그림 7- 8] 1선 도시의 잔차항(1998년 3월~2010년 9월) ····· 299

[그림 8- 1] 도시부동산 투자총액 증가율과 GDP 성장률 ····· 315
[그림 8- 2] 부동산투자의 비중 및 경제성장에 대한 기여도 ····· 315
[그림 8- 3] 고정자산투자 및 부동산투자 증가율과 부동산 비중 추이 ····· 316
[그림 8- 4] 현행 중국 부동산시장의 구조 ····· 321
[그림 8- 5] 정부 통제의 토지 1급개발 모델 ····· 322
[그림 8- 6] 지구급 이상 도시의 도시개발 재정 ····· 337

[그림 9- 1] 환율제도 개혁 이후의 위안화 환율 추이 ····· 350
[그림 9- 2] 최근 2년간 대미 달러 및 대유로화 환율 추이 ····· 351
[그림 9- 3] 중국 위안화의 실질실효환율 추이 ····· 351
[그림 9- 4] 세계 각국의 빅맥지수로 추정된 환율 저평가 및 고평가 정도 (2010년 7월) ····· 354
[그림 9- 5] 위안화 1년 만기 선물환 환율 추이 ····· 355
[그림 9- 6] 실증분석에 이용된 중국 거시경제 변수의 추이 ····· 362
[그림 9- 7] 실질실효환율의 충격반응함수 추정치 ····· 366
[그림 9- 8] 금융시장의 충격반응함수 추정치 및 관련 자료 ····· 369
[그림 9- 9] 위안화 실질실효환율 변화에 따른 산업별의 충격반응함수 ····· 372
[그림 9-10] 위안화 무역결제구조 ····· 377

그 림 목 차

[그림 9–11] 중국의 대상지역별 무역수지 추이 ····· 396

[그림 10– 1] 중국은행 간 금리(CHIBOR)와 런던은행 간 금리(LIBOR) 추이 ····· 407
[그림 10– 2] 중국 위안화의 대미달러 환율 추이 ····· 408
[그림 10– 3] 중국 위안화의 현물환율 및 NDF 환율 추이 ····· 408
[그림 10– 4] 재정수익 추이(달러화 현물매도와 선물매입 시) ····· 408
[그림 10– 5] 중국 상하이 종합주가지수 추이 ····· 410
[그림 10– 6] 중국의 상업용 건물 가격지수 상승률(전년대비) 추이 ····· 410
[그림 10– 7] 중국의 신규주택 가격지수 상승률(전년대비) 추이 ····· 410
[그림 10– 8] 기존 방법에 의한 연도별 중국의 핫머니 유출입 규모 추정 ····· 413
[그림 10– 9] 반기별 재정수익률과 핫머니 유출입 추정규모 추이 ····· 414
[그림 10–10] 반기별 상하이 주가지수 수익률과 핫머니 유출입 추정규모 추이 ··· 414
[그림 10–11] 반기별 부동산 수익률과 핫머니 유출입 추정규모 추이 ····· 414
[그림 10–12] 중국의 경상 및 자본 수지와 외환보유액 증감 추이 ····· 422
[그림 10–13] 중국의 외환보유액 추이 ····· 422
[그림 10–14] 중국의 자본수지 구성항목별 추이 ····· 424
[그림 10–15] 중국의 해외직접투자 유출입 추이 ····· 425
[그림 10–16] 중국의 주식투자 유출입 추이 ····· 426
[그림 10–17] 중국의 채권투자 유출입 추이 ····· 428
[그림 10–18] 중국의 외환위기를 경고하는 선행지표 수의 추이 ····· 438
[그림 10–19] 시나리오별 외환위기를 경고하는 자본계정 관련 선행지표 수 ····· 439
[그림 10–20] 중국의 경상수지와 순 해외직접투자, 해외직접투자를 제외한
자본거래로 인한 국제수지 추이 ····· 440

[그림 11– 1] 1999년 이후 중국의 외환보유고 추이 ····· 446
[그림 11– 2] 중국 외환보유고 증가액 및 증가율 ····· 449

[그림 11- 3] 무역수지와 FDI 순수입 ····· 449
[그림 11- 4] 위안화 평가절상 기대와 외환보유고 변화 ····· 450
[그림 11- 5] 미국 달러화의 명목실효환율 ····· 457
[그림 11- 6] 중국의 미국 재무성 채권 보유 추이 ····· 459
[그림 11- 7] 중국의 국가별 수출비중 ····· 461
[그림 11- 8] 중국의 국가별 수입비중 ····· 461

제1장

서론 및 요약

강 동 수 (한국개발연구원)

제1절 과제의 개요

중국경제가 현재보다 더 세계인의 주목의 대상이었던 시기가 있었는가? 2008년 이전에는 중국경제가 개도국 경제성장의 매우 성공적인 사례로서 관심의 대상이었다면, 글로벌 금융위기 이후에는 각국 경제에 실제적인 영향력을 행사할 수 있는 경제대국으로서 주목의 대상이 되었다. 또한 2008년 이전에는 주로 중국의 제조업 경쟁력과 대외무역이 관심의 초점이었다면, 이제는 중국이 축적한 막대한 자본으로 인한 금융영향력에 대하여 세계가 주목하고 있다.

그럼에도 불구하고 국내외에서 중국 금융시스템에 대한 연구에 상대적으로 적은 관심을 보였던 것은 다소 의외이다. 이는 시장경제 메커니즘에 의하여 작동하고 개방 정도가 높은 실물경제에 비교하여, 중국의 금융시장이 국유 은행 주도로 운행되며 사실상 정부통제하에 놓여 있고 금융시장의 개방도 또한 낮아 정부정책 변수가 시장 운영에 있어 절대적인 영향을 미치기 때문에 서구경제학적 방법론의 적용에는 한계가 있었기 때문일 것이다.

그러나 본고에서 중국 금융시스템 연구를 시작한 모티브는 첫째, 중국의 금융시장이 폐쇄적이고 시스템이 다르다는 이유로 무시하기에는 지나치게 커졌고(too big to ignore), 이에 따라 중국 금융시장의 변화가 우리나라 경

제에 미치는 영향력에 대한 연구가 매우 중요한 시기에 도달하였다는 점이다. 둘째, "중국경제는 다르다(Chinese Economy is different)"는 소위 '중국경제 예외론' 혹은 '베이징 컨센서스' 논쟁의 연장선에서 중국경제도 다르지 않다는 점에서 출발하였다. 즉, 실물경제에 비하여 과도하게 통제된 중국의 금융시스템은 결국 경제성장의 제약요인으로 작용할 수 있으며, 동시에 글로벌 금융위기 이후 신용확대정책이 서구 선진국과 마찬가지로 잠재적 위험요인이 될 수 있다는 문제의식에 착안하였다.

본 연구의 최종 목표가 중국 금융상황의 변화가 한국경제에 미치는 기회와 위험 요인의 분석임에도 불구하고, 연구주제의 설정 및 연구기획에 있어서는 중국 금융문제 자체에 대한 분석에 치중하였다. 중국 정책당국자는 한국경제를 염두에 두고 정책을 실시하는 것이 아니다. 다만, 중국의 정책결정에 한국이 영향을 받는 것이다. 따라서 중국 정책당국자의 입장에서 중국의 정책방향을 이해하고자 하는 노력이 선결될 필요가 있다. 즉, 중국 금융의 내외부적인 위험요인과 이에 따른 금융정책 포지션 변경이 한국경제에는 상당한 외부 충격이라는 점을 고려하였다.

중국경제의 제도적 특수성을 고려하는 동시에 분석적 방법론을 사용하여 중국 금융을 분석하기 위하여 본 연구프로젝트는 다음과 같은 연구방법을 채택하였다. 첫째, KDI 연구진과 한국 및 중국의 중국경제 전문가와의 공동연구를 통하여 실증분석에 근거한 중국 금융시스템 연구와 더불어 중국경제 전문가에 의한 중국경제의 제도적 특수성을 반영하고자 노력하였다.

둘째, 자체적으로 중국경제 데이터를 구축하고자 노력하였다. 예를 들어 사금융시장의 이용에 대한 자료는 자체적인 현지 설문조사를 실시하여 데이터를 구축하였으며, 이외에 많은 데이터의 경우에도 중국 현지의 1차 데이터를 구입하여 연구에 활용하는 동시에 향후 연구의 기초자료로 사용하고자 하였다.

마지막으로 연구 결과의 검증을 위하여 정기적인 세미나를 통하여 각 분야의 한국의 중국문제 전문가, 중국학자, KDI 연구진 간에 다양한 의견을 교환하여 상호보완의 효과 및 연구의 시너지 창출을 위하여 노력하였으며, 연구의 최종단계에서는 제3의 중국 연구진을 초청한 세미나를 개최하여 연구 결과의 객관적 검증을 시도하였다.

제2절 연구의 질문 및 결과 요약

1. 연구의 질문

본 보고서에서는 중국시스템의 다양한 면을 불완전성(incompleteness)과 불안정성(instability)이라는 관점에서 연구하였다. 중국의 금융시스템은 아직 완비되지 않은 상황이라고 할 수 있다. 중국적인 표현에 의하면, 금융시스템의 규범화가 아직 완성되지 않았다고 설명할 수 있다. 중국에서 규범화란, 새로운 개념을 도입하고 동 개념에 입각하여 제도적 기반을 설계하며 관련 법규를 제정한 후 시스템이 잘 기능할 수 있도록 참여자의 역량을 제고하기까지 일련의 과정을 의미한다. 이러한 관점에서 보면 1978년 개혁·개방을 계기로 코페르니쿠스적 전환을 시도한 후 중국 금융시스템의 발전은 시장경제국가의 그것과 유사하고 상호 호응할 수 있는 체계를 구축하는 규범화의 과정에 있다고 볼 수 있다.

아직 금융부문의 규범화가 완성되지 않은 이유는 경제성장을 위하여 금융을 수단으로 활용하려는 정책당국의 의도도 있겠지만, 매사에 조심스럽게 접근하려는 중국적인 점진법(gradualism)적 태도에 기인한다고 할 수 있다.[1] 경쟁력을 충분히 확보하지 않은 가운데 금융을 개방하거나 자유화하는 것은 중국경제가 감당할 수 없는 상황으로 치달을 수 있기 때문이다. 한편, 공산당 중심의 사회주의적 정치구조로 인하여 금융부문에서도 국가의 통제권을 유지하고자 하는 정치적 제약 또한, 서구의 시각에서 보면 미완성된 것으로 보이는 중국적 특색의 금융시스템이 운영되는 이유이기도 하다. 결과적으로 중국의 금융시스템은 아직 불완전한 모습을 띄고 있으면서도 내부적인 질서와 통제로 안정성은 유지되는 행태를 보이고 있다.

하지만 이러한 안정성과는 별개로 중국의 금융시스템은 정부의 부단한 개

1 '점진법'이란, 중국이 새로운 제도를 도입하는 데 있어서 제한된 지역에서 제한된 참여자를 대상으로 시범사업을 벌인 후 성과평가를 통해 제도 적용의 범위를 확대하는 방식을 지칭한다.

혁과 시장참여자의 능동적인 대응이 부단한 변화를 창출하는 분야이기도 하다. 자원의 효율적 배분을 통해 지속 가능한 경제성장을 촉진한다는 금융의 전통적인 역할이 발휘되기 위해서는 시장과 참여자를 규율하는 제도가 완비되어야 한다는 점을 중국 정책당국자는 누구보다도 명확히 인식하고 있다. 다만, 규범화에 있어서 중국정부는 불확실성에 대하여 보수적인 태도를 견지하고 있고, 여러 가지 경제적 문제를 초월한 제약에 처해 있다는 점에서 정책의 예측 가능성이 서구에 비하여 낮다는 특성이 존재하는 것이다.

분야별로는 우선 거시적 시각에서 통화 및 신용 정책 환경을 살펴보고, 글로벌 금융위기 이후 유동성 증가에 따른 실물경제의 영향을 분석하였다. 다음으로 은행의 대출시장과 자산운용시장의 발전과 문제점을 고찰한 후 부실채권의 정리, 금융자유화 일정, 국제적인 금융규제 강화에 따른 영향, 자본시장 발전에 따른 가계자산의 변화, 그리고 자산운용시장의 발전 전망 등을 다루었다. 한편, 자금의 수요자인 기업의 입장에서 글로벌 금융위기 이후 자금난이 어떻게 체감되고 있고, 자금조달의 행태는 어떠한지에 대해서 연구하였다. 부동산가격의 버블 여부는 중국뿐만 아니라 고도성장 국가에서 항시 주목을 끄는 분야이다. 과연 중국에서 부동산가격에 버블이 존재하는지, 부동산시장이 발전하는 데 있어서 중국의 제도적 특색은 무엇인지를 살펴보면서 향후 부동산시장이 어떻게 변모할 것인지에 대한 전망도 추가하였다. 다음으로 본 연구가 주목한 시장은 국제금융시장이다. 위안화의 가치는 중국경제는 물론 세계경제 전체에도 큰 영향을 미치는 주제라는 측면에서 거시적·산업적·무역적 측면을 살펴보았다. 또한 글로벌 금융위기 이후 중국정부가 추진하고 있는 위안화 국제화의 현황, 전망, 한계 등도 고찰하였다. 아직 자본통제가 심한 중국에서 핫머니의 유출입은 중국경제를 불안하게 하는 요인이라는 점에서 핫머니의 흐름을 살펴보았고, 마지막으로 2011년 8월 말 현재 3조 2천억달러에 달하는 중국의 외환보유고가 어떻게 운용되고 향후 국제금융시장에 미칠 영향에 대해 전망하였다.

본 연구에서 관심을 두고 살펴보고자 한 분야별 구체적인 질문은 다음과 같다.

- 거시금융(제2장)
  - 글로벌 금융위기 이후 유동성 및 은행 신용공급은 실물경제의 발전 속도와 대비하여 어떠한 수준인가?
  - 글로벌 금융위기에 대처하여 증가시킨 유동성 및 은행신용의 증가가 투자 및 자산가격의 급격한 상승을 초래하였는가?
  - 향후 중국정부가 거시정책을 긴축기조로 전환할 경우 실물경제 및 자산시장에 미치는 위험요인과 파급효과는 어떻게 전망되는가?
- 은행 및 금융 구조조정(제3~4장)
  - 2000년대 이후 중국 은행의 무수익여신이 급격히 하락하고 자산건전성이 개선된 원인은 무엇인가?
  - 1990년대 말 GDP의 34%에 달하였던 상업은행의 무수익여신을 정리하기 위하여 중국정부가 추진하였던 정책은 무엇이고, 이를 어떻게 평가할 수 있는가?
  - 은행의 잠재적 부실요인은 무엇이고, 중국정부의 대응방안은 무엇인가?
  - 예금금리의 상한과 대출금리의 하한을 규제함으로써 순이자마진을 보장하였던 통화정책이 은행의 수익성에 미친 효과는 어느 정도인가?
  - 금리규제 완화, 자본시장 개방 등 금융자유화가 중국 금융기관에 어떠한 영향을 미칠 것으로 보이며, 이에 대한 중국정부의 대비책은 무엇인가?
  - 글로벌 금융위기 이후 논의되고 있는 금융규제제도 개편에 따른 중국 은행의 영향은 어떠할 것인가?
- 자산운용시장(제5장)
  - 자산운용시장의 공급 측면에서, 주식 및 보험 시장을 둘러싼 규제 및 경쟁 환경이 어떻게 변화하고 있는가?
  - 자산운용시장의 수요 측면에서, 가계의 자산 포트폴리오 구성이 어떻게, 그리고 얼마나 빠른 속도로 변화하고 있는가?
  - 가계의 금융자산 포트폴리오 변화, 특히 은행예금의 이탈이 은행시스템에 미치는 리스크는 어떠한가?

- 자산운용시장의 발전에 따른 기회와 위험 요인은 무엇인가?

• 기업금융(제6장)
  - 글로벌 금융위기 이후 중국정부의 확장적 통화 및 신용 정책의 결과, 중국의 기업들이 체감하는 자금난은 어떠한가?
  - 중소기업은 대기업에 비하여 자금난이 심각한가? 중소기업의 자금난이 규모의 문제 때문인가, 아니면 중소기업이 대부분 민영기업으로서 국유기업에 비하여 자금조달에 있어서 차별을 받고 있기 때문인가?
  - 경제 및 금융의 발전 정도, 소득격차 등 지역별 격차에 따라 기업이 금융기관으로부터 자금을 조달하는 행태는 어떻게 다른가?
  - 기업의 자금조달에 있어서 사금융에 대한 의존도는 어떠하며, 사금융과 공적 금융기관으로부터의 차입과의 관계는 어떠한가?
• 부동산금융(제7~8장)
  - 중국 부동산시장의 특징은 무엇인가?
  - 중국의 부동산 관련 규제의 변화에 따라 부동산가격이 어떠한 추세를 보이고 있는가?
  - 중국의 부동산시장에 버블이 존재하는가? 즉, 수요 및 공급상 주요 펀더멘털 요인으로 부동산가격 상승을 설명할 수 있는가?
  - 부동산가격 상승을 주도한 주요 요인이 무엇인가? 부동산 금융의 증가가 부동산가격에 미친 영향은 어떠한가?
  - 부동산 개발에 있어서 지방정부의 역할은 무엇인가? 부동산 개발과 관련된 지방정부의 유인구조는 무엇인가?
  - 부동산 개발이 중단되거나 부동산가격이 하락할 경우 지방정부가 입게 될 손실은 무엇인가?
  - 부동산시장의 관점에서 도시화정책은 어떻게 해석해야 하는가? 중국정부가 추진하고 있는 도시화정책이 부동산시장에 미칠 영향은 어떠할 것인가?
  - 향후 중국 부동산시장의 위험요인은 무엇이고, 이에 따른 우리 경제의 영향은 어떠할 것인가?
• 국제금융시장(제9~11장)

- 위안화의 실질가치 변동이 중국의 수출 및 무역수지, 금융시장, 산업 등에 미치는 영향은 어떠하였는가?
- 위안화 가치 상승이 경기 확장적인가 또는 위축적인가?
- 위안화 국제화의 현황 및 전망은 어떠할 것인가? 위안화 국제화를 위한 선결조건은 무엇이고, 국제화의 수준은 어느 정도에서 결정될 것인가?
- 핫머니의 유출입 경로와 규모는 어떠하며, 핫머니가 중국 외환시장의 불안정성에 미치는 영향은 어떠한가?
- 중국의 외환보유고가 급격히 증가한 이유는 무엇이고, 어떻게 관리되는가?
- 중국의 외환보유고를 이용한 대외투자전략은 어떠하며, 이러한 전략이 국제자본시장에 미치는 영향은 무엇인가?

2. 장별 연구 요약

가. 제2장: 중국의 거시적 유동성

제2장에서 함준호(연세대학교)·동애영(하나금융경영연구소)은 중국경제의 거시적 유동성을 연구하였다. 글로벌 금융위기 이후 대규모 경기부양책 실시에 따른 중국경제 내 잉여유동성 및 과잉 신용공급의 현황과 이에 따른 투자 및 자산시장의 과열 정도를 분석하고, 아울러 이러한 과잉유동성의 환수와 더불어 최근 부각되고 있는 인플레이션 위험의 완화를 위해 요구되는 긴축정책의 강도와, 이러한 정책을 추진함에 있어 예상되는 제약요인 및 부문별 파급영향에 대해 살펴보았다. 중국경제 내에는 그간의 통화환수 노력에도 불구하고 해외 단기자본의 유입 등으로 현재 적지 않은 규모의 잔여 잉여유동성이 존재하며, 은행신용 또한 초과공급 상태에 있는 것으로 판단된다. 이러한 잉여유동성은 은행부문을 통해 국유기업, 지방정부 등 공공부문의 고정투자와 부동산, 주식 등 자산시장으로 유입되어 해당 부문의 경기과열을 유발할 수 있다. VAR 모형의 추정 결과, 잉여유동성이 실물투자나

자산가격에 미치는 영향은 핫머니 유출입보다는 주로 국내 통화공급 요인에 의해 야기되고 있으며, 주로 은행대출의 증가라는 경로를 통해 파급된 것으로 분석되었다.

최근 중국의 인플레이션은 수요요인이 주도하였던 2003~04년 물가상승기와는 달리, 수요와 공급 요인이 함께 작용하면서 물가가 상승하고 있다는 측면에서 2007~08년 물가상승기와 유사하다고 평가된다. 그러나 2007~08년에 비해 경기과열 정도 등 수요 측 압력이 상대적으로 낮기 때문에 물가상승률도 글로벌 위기 이전에 비해 낮은 수준에서 안정화될 가능성이 클 것으로 보인다. 그런데 중국의 통화정책이 인플레이션 압력 해소를 위해 본격적인 긴축기조로 진입하는 경우, 은행대출의 위축을 통해 실물부문의 고정투자와 부동산가격 및 주가에 유의한 부정적 파급영향을 줄 수 있음에 주목할 필요가 있다.

중국경제의 긴축기조 강화가 우리 경제에 미치는 영향은 크게 실물부문을 통한 영향과 금융 및 자본시장을 통한 영향으로 대별하여 볼 수 있다. 먼저 실물부문을 통한 영향은 주로 수출부문을 통해 파급될 전망인데, 미국 등 세계 주요국의 회복세가 여전히 미진함을 감안할 때, 중국의 성장세가 둔화되면 한국경제의 성장세도 수출부문을 중심으로 크게 둔화될 가능성이 있다. 최근 한국의 대중국 수출은 자본재를 중심으로 크게 증가해 왔으며, 따라서 중국의 긴축기조 전환에 따라 고정투자가 감소하면 한국의 대중국 수출이 자본재를 중심으로 빠르게 둔화될 수 있는 것이다. 실물부문을 통한 또 다른 영향은 중국발 인플레이션 위험이며, 우리나라의 대중국 수입 의존도 상승으로 중국의 물가상승, 위안화 절상 등이 수입물가의 상승을 통해 국내 인플레이션 압력을 가중시킬 수 있음에 유의해야 한다.

중국의 긴축기조 전환이 한국경제에 미치게 될 영향의 또 다른 파급경로는 금융 및 자본 시장을 통한 경로이다. 중국의 긴축과 경기둔화 가능성은 글로벌 차원의 위험선호 후퇴와 신흥국 투자의 위축으로 이어져 국내 증시 및 자본시장에 간접적으로 부정적인 영향을 미치게 된다. 또한 중국의 경기둔화 및 신용시장 위축에 따라 현지 진출 국내 기업 및 이들에 대한 국내 금융회사 익스포저의 신용위험 상승이 예상된다. 다만, 중국의 경기둔화 및 부

동산 침체 등으로 중국 은행권의 부실위험도 점차 부각될 것이나, 이에 대한 국내 기업이나 은행권의 직접적인 노출은 제한적이다. 하지만 중국의 증시 조정이 장기화되면서 해외 주식형 펀드에 대한 환매도 늘어날 수 있으며, 최근 중국의 한국 채권시장 투자도 빠르게 늘어나고 있는 상황으로 긴축에 따른 중국의 채권투자자금 환수로 국내 금리 및 환율의 불안정성이 높아질 가능성에도 대비할 필요가 있다.

나. 제3장: 중국 은행산업의 발전과 과제

쩡지엔밍(중국대외경제무역대학)은 중국 은행산업의 발전을 조망하고 향후 과제를 제시하였다. 지난 30년 동안 중국 은행산업의 개혁은 전적으로 중국의 제도 변화와 경제체제 개혁의 배경 아래 진행되었다고 할 수 있다. 개혁의 가장 핵심적인 방향은, 1992년 초 등소평(鄧小平)의 남순강화에서 언급되고 1992년 10월 제14차 당대회에서 정식으로 채택된 사회주의 시장경제 체제의 건설이다. 금융산업 개혁의 핵심은 법제화, 시장화 개혁을 통해 건전한 경영과 내부 통제, 리스크 예방 메커니즘을 수립하는 것이었다.

1978년 개혁·개방 정책을 계기로 중국의 은행시스템은 단일은행체제에서 다층은행체제로 변모한 이래 네 차례의 역사적 발전을 거쳤다. 첫 번째 단계인 1979~83년에는 사회주의 계획경제에서 정부의 재정 출납기능만 담당하던 단일 인민은행이 중앙으로서의 인민은행과 국유상업은행으로 분화되었다. 두 번째 단계인 1984~97년에는 일련의 주식제 상업은행이 설립되고, 은행 간 경쟁이 점진적으로 증가하였다. 세 번째 단계인 1998~2002년에는 동아시아 외환위기를 계기로 은행의 부실채권이 문제로 부각되면서 국유상업은행의 시장화 개혁이 가속화되었다. 자본금 부족과 과도한 부실채권에 허덕이던 국유상업은행에 대한 대대적인 구제와 개혁이 실시되었다. 마지막으로 2003년 이후 현재까지는 국유상업은행의 주식제 개혁과 증시 상장이 추진되었다. 국유상업은행의 상장 이전에는 부실채권이 대대적으로 정리되고 자본이 보강되었으며 높은 예대마진으로 수익성도 크게 개선되었다. 주식시장 상장으로 자본과 경영에 관한 역량이 대폭 강화된 국유상업은행은

자산규모와 수익성 측면에서 전 세계의 리딩뱅크로 성장하였다.

이러한 발전에도 불구하고 중국의 은행산업은 적지 않은 도전에 직면해 있다. 첫째, 국유상업은행의 연성예산제약(soft budget constraint)과 도덕적 해이이다. '연성예산제약'이란 상업은행이 파산상태에 처했을 때 외부조직의 비(非)시장적 수단을 통해 자금을 공급받아 파산을 면할 수 있다는 개념이다. 정부의 재정을 통한 경제조정능력이 점점 약해지고, 재정적 측면에서 국유기업의 연성예산제약이 더욱 심각해지고 있는 상황에서 정부는 국유상업은행에 대한 통제능력을 강화시켜 정부가 지원하고자 하는 기업과 산업에 금융지원을 용이하게 한 데서 기원하였다. 연성예산제약은 상업은행의 부실자산 양산, 위험투자 지속, 채무기업의 채무불이행 및 지대추구행위 등 도덕적 해이를 초래하였다. 이를 해결하기 위해서는 은행산업의 진입장벽을 낮추고 민영은행을 발전시켜야 한다는 주장이 있으나, 중국이 아직 은행규제 완화에 따른 부작용을 감당할 능력이 부족하다는 현실론이 더욱 강하게 제기되고 있다.

둘째, 국제적으로 논의되고 있는 금융규제 강화에 따른 영향이다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 바젤Ⅲ 등 은행의 위험대응역량 강화를 위한 규제체계의 개선이 논의되고 향후 수년 후 강화된 규제가 적용될 예정이다. 현재 중국의 대다수 은행들은 이미 새로운 관리감독기준을 따르고 있으며, 비교적 조기에 새로운 관리감독기준에 대한 대책 마련을 하고 있기 때문에 규제환경 변화에 따른 직접적인 영향이 크지는 않은 것으로 평가된다. 하지만 지난 2년 동안 중국의 신용대출이 증대되었는데, 지방정부의 융자플랫폼과 부동산대출 창구 및 거시경제 면에서의 긴축재정이라는 배경하에서 중국은행의 자기자본비율 상황은 불확실성이 매우 커져 있는 상태이다. 또한 바젤Ⅲ는 은행 영업규모의 확대 및 영업이익에 장기적인 부담으로 작용할 것으로 보인다. 따라서 새로운 금융규제체계에서 중국의 은행은 현재의 경영모델에서 수익원천의 창출과 영업확대 문제를 동시에 해결해야 할 뿐만 아니라, 내부적으로도 위기관리능력 및 자본관리능력을 더욱 강화해야 하는 과제를 안고 있다.

셋째, 부동산 버블에 따른 상업은행의 위험이다. 2006년 이후 급격히 상

승한 부동산가격의 거품이 꺼지게 된다면 은행의 담보대출과 신용대출이 부실화되면서 전면적인 금융위기가 초래될 수 있다. 2011년 4월, 중국의 은행관리감독위원회가 실시한 스트레스테스트에 의하면 부동산가격 및 거시경제 변화에 따른 은행의 영향이 비교적 크지 않은 것으로 나타났지만, 시뮬레이션의 가정이 비현실적이라는 비판도 있다. 또한 스트레스테스트 자체의 타당성도 의문시되기 때문에 동 테스트 결과를 기초로 은행산업의 강건성을 담보하기는 어려워 보인다.

넷째, 금융감독체계의 문제이다. 현재 중국은 인민은행, 은행관리감독위원회, 증권관리감독위원회, 보험관리감독위원회 등 '1행 3회'로 분업화된 금융관리감독체계를 유지하고 있다. 이러한 관리감독체계는 금융 개혁·개방이 점점 가속화되는 상황에서 전문적 관리감독의 장점을 발휘하고 관리감독 효율을 제고시키는 효과가 있다. 반면에 중국 금융의 겸업경영 추세가 강화되고 금융지주회사가 많아지고 있는 상황에서 통합금융감독의 필요성 또한 제기되고 있다. 향후 중국이 어떠한 관리감독 방침을 취할 것인가는 아직 중앙정부의 중요한 정책과제로 남아 있다.

다. 제4장: 중국 상업은행의 부실채권 연구

딩즈지에(중국대외경제무역대학)·쑨샤오주엔(중국대외경제무역대학)은 중국 금융시장화 개혁에서 출발하여 중국 상업은행의 부실채권 형성과 처리, 중국 은행산업의 잠재적 리스크를 분석하며 이를 통하여 향후 상업은행의 안정적 경영에 대한 시사점을 도출하였다.

중국 상업은행의 부실채권 형성과 처리는 중국 특색의 경제체제 개혁과 금융체제 변천의 산물이라고 할 수 있다. 개혁·개방 초기에는 부실채권이 대량으로 발생하지 않았으나, 주식제 상업은행이 설립되고 은행산업의 경쟁이 가속화되면서 부실채권이 급증하였다. 은행 내부의 경영관리 및 내부통제시스템이 미흡한 가운데 전통적인 제조업에 대한 중복 투자가 부실의 주요 원인이었다. 또한 주식시장과 부동산시장이 투기화하면서 신용대출 자금이 부실화하였다.

중국의 부실채권에 대한 인식은 높지 않았다. 예를 들어서 1998년 이전의 자산건전성 분류기준인 "一逾兩呆(逾期, 呆滯, 呆賬)"는 부실채권 기준이 지나치게 낮았다. 가장 상위의 부실채권인 유기채권은 연체기간이 1년 이하인 채권으로 정의하고 있다. 하지만 중국은 1997년 아시아 금융위기를 계기로 은행의 금융리스크에 주목하기 시작하였고 1998년 국제통용의 5등급 분류법을 도입하여 2002년에 전면으로 실시하였고, 이에 기초하여 부실채권을 정리하기 시작하였다.

아시아 금융위기 직후 부실채권은 정책적 청산방식으로 정리되었다. 4대 국유상업은행별로 자산관리공사를 설립하여 장부가로 부실자산을 이전시켰다. 하지만 2003년 이후 부실자산의 정리는 시장지향적 방식으로 추진되었다. 중국은행, 건설은행, 공상은행에 대한 주식제 개혁 일정이 발표되면서 이들에 대한 재무 구조조정과 부실채권 처리가 재개되었는데, 금융자산관리공사가 경쟁입찰방식으로 상업은행의 부실채권 매수에 참여하는 방식이 채택된 것이다. 이후 부실채권의 상업화 처리는 상업은행에서 표준으로 자리잡았지만, 한 가지 예외가 있다면 농업은행의 사례이다. 농업은행에 있어서 정책적 청산이 진행된 이유는 (1) 농업은행의 부실자산이 규모는 크지만 각각의 금액은 적고 분포지역이 넓어 자산관리공사의 처리효과가 크게 기대되지 않았고, (2) 농업은행의 부실자산은 농업발전은행, 인민은행의 대출, 중국은행과 건설은행의 설립 초기 농촌대출, 인민공사 해체 시 농업은행이 생산대(生産隊)에게 빌려 주었던 농가대출, 빈곤구제대출 등이 대부분이었기 때문이다. 최근에는 4대 금융자산관리공사의 상업화가 추진되고 있고, 이미 2010년 7월 信達자산관리주식회사가 설립되어 상업화의 시발점이 되었다.

중국 국유상업은행의 부실채권이 정리됨에 따라 은행시스템의 리스크가 줄어서 안정성이 제고되었으나, 배후에는 여전히 중국 상업은행의 경영관리에 내재된 많은 문제들이 있다. 우선 최근 부실비율의 하락은 금융기관 자신의 경영정상화 노력에 완전히 기인한 것이 아니라 대출량의 증가에 기인한 측면이 있고, 부실채권 자체의 총량이 크게 감소한 것은 아니라는 점이다. 둘째, 글로벌 금융위기 이후 경기부양정책과 신용대출확대정책은 부실비율의 단기적 하락을 가져왔지만 향후 몇 년간 부실대출비율이 다시 높아

질 위험성이 있다. 셋째, 고정과 회수의문 채권들이 추정손실 채권으로 전환되어 채권의 질이 악화되고 있다는 점이다.

부실채권 문제가 아직도 중국에서 중요하게 인식되어야 하는 이유는 우선 상업은행 경영이 예대금리 차이에 의존하는 방식에서 개선되지 않았기 때문이다. 높은 예대차 수익은 은행으로 하여금 대출규모 확대에 편중하게 하는 동시에 대출의 리스크 통제는 중시하지 않는 경향이 있다. 그런데 은행대출은 상업은행의 주요 자산으로 거시경제의 영향을 쉽게 받아서, 거시정책의 변화에 따른 대출규모 감소 시에 부실채권의 형성과 누적을 초래한다. 또한 중앙은행이 대형은행의 지급준비금과 금리를 거시경제 조정의 주요 수단으로 삼는 것 역시 은행의 대출과 부실자산 형성이 경제정책의 영향에 취약하게끔 한다.

또한 파산시스템의 미흡으로 인한 상업은행의 리스크 의식 결핍으로 부실채권 문제가 쉽게 해결되고 있지 않다. 4대 국유은행이 모두 주식제 개혁을 통해 상장되었으며, 경영활동이 주주 및 기타 감독 메커니즘을 통한 관리감독을 받지만 여전히 상업은행 경영자의 의식에는 '국유'의 개념이 뿌리 깊게 박혀 있다. 따라서 파산이 은행과는 상관없는 것으로 인식되어 은행의 리스크에 대한 의식 부족과 도덕적 해이를 조장한다.

따라서 중국경제의 발전과 구조 전환을 위하여 은행체제는 여전히 심화된 개혁을 필요로 한다. 그 주요 내용은 금리 시장화 개혁, 은행에 대한 감독 강화, 은행의 경영 다원화 및 경영관리능력 제고, 예금보험제도의 도입, 도산제도의 개선 등이다.

라. 제5장: 중국 자산운용시장의 기회와 리스크

서봉교(동덕여자대학교)는 중국 금융산업의 발전과 금융자산 포트폴리오의 변화과정에서 나타나는 자산운용시장의 성장과 기회 요인, 그리고 이러한 변화에 따른 금융산업 전반의 잠재적 리스크 요인을 분석하였다. 중국은 지난 30년간 연평균 10% 이상의 경제성장을 지속해 왔고, 이 과정에서 금융자산도 빠르게 증가하였다. 중국 금융자산 구성상의 특징은 중국의 금융에

서 은행부문의 비중은 절대적이었으나 점차 그 비중이 감소하고 있다는 점이다. 특히 2007년에는 주식시장이 급성장하면서 은행부문의 비중이 크게 축소되고 있다. 이에 따라 은행예금을 대체하는 금융상품이 증가하면서 은행예금의 비중을 축소하는 대신 은행예금 이외의 금융자산 포트폴리오가 증가하였고, 이는 자산운용업의 성장을 의미한다.

중국에서 증권투자기금업(證券投資基金業)으로 불리는 자산운용업은 증권투자기금을 펀드관리회사와 투자자가 공동으로 수익을 나누고 리스크를 분담하는 집합적 투자방식으로 정의된다. 선진국의 기관투자자가 자산운용업을 주도하는 반면, 중국에서는 개인의 펀드상품 수요 증가가 압도적으로 중요한 역할을 담당하고 있다. 이는 주식시장 발전 초기단계에서 기관투자자가 충분히 발전되지 않았고, 기업연금 등 사회보장제도도 도입 초기단계에 있어 기관투자자들의 역할이 미미하기 때문이다.

과거 10여 년간 중국의 자산운용업은 빠르게 성장하였지만 국민소득 증가에 따른 금융산업 및 금융자산의 증가, 연금제도 개혁, 인구구조의 변화 등 자산운용과 재테크에 대한 수요 증가를 감안할 때 향후 성장 잠재력은 매우 크다고 할 수 있다. 하지만 자산운용업의 성장은 은행은 물론 금융시스템 전체에 새로운 위험이 될 수 있다. 은행 간 혹은 은행과 비은행 간의 경쟁이 격화되어 재테크 상품 등 신규 금융상품이 확대되면서 안전한 금융자산 운용보다는 수익성을 높이기 위해 경쟁하게 되고, 이로 인해 은행의 리스크가 전반적으로 확대되는 문제가 나타나고 있다. 또한 금융사들 간의 경쟁이 격화되면서 보다 높은 수익성을 창출하기 위해 수익성이 높은 소매대출을 증가시키게 되는데, 이 또한 은행에는 위협이 된다. 특히 소매대출 중 약 85%가 주택담보대출이어서 향후 부동산가격의 하락 시 은행의 자산건전성이 악화될 수 있다.

현재 중국은 자산운용업 발전의 초기단계로 자산운용사에 대한 규제와 상품개발 규제로 아직은 공급자 시장 단계에 머물고 있다. 하지만 향후 자산운용업이 선진국과 마찬가지로 수요자 시장으로 변화되고, 현재 도입을 준비 중인 기업연금제도를 선진국처럼 개혁하여 자산운용시장에 대한 투자를 확대할 경우 자산운용시장에서 연기금의 자금유입이 확대될 것으로 전망된

다. 또한 글로벌 금융위기 등 개인의 주식시장 투자 실패 경험과 간접투자의 장점에 대한 투자자 교육 확대로, 향후 개인투자자들의 자산운용업 투자도 더욱 확대될 것으로 기대된다.

향후 한국정부는 한국 자산운용사의 중국 진출에 도움이 될 수 있도록 해외투자에 대한 제도적 장애요인 해소 및 지원정책 수립 등의 노력이 필요할 것으로 예상된다. 현재 논의되고 있는 한-중 FTA에서 중국 금융서비스시장의 개방과 관련된 정책의제로 자산운용시장에 대한 제도적 논의가 요청된다.

마. 제6장: 중국 기업의 자금조달 행태

강동수(한국개발연구원)・이준엽(인하대학교)은 자금의 수요자인 기업 입장에서 중국 중소기업의 자금조달 현황을 고찰하고, 최근 중국 중소기업의 금융환경의 변화가 갖는 정책적 함의를 도출하였다. 이러한 연구의 배경으로는 2009년 글로벌 금융위기에 대응한 중국정부의 적극적인 신용확대정책이 중소기업의 금융제약을 완화하는 데 있어서 긍정적인 역할을 하였는지를 살펴보고, 또한 이러한 영향을 신용확대정책의 잠재적 위험요인의 측면에서 평가하고자 하였다.

이를 위하여 먼저 2010년 8~9월 저장성 360개 기업과 2011년 3월 랴오닝성 233개 기업 및 산시성 200개 기업을 대상으로 설문조사를 실시하였다. 특별히 설문대상 지역으로 이들 세 지역을 선정한 것은 중국 31개 성(省) 중에서 상, 중, 하의 소득수준을 대표하는 지역을 고려한 것이다. 설문의 내용은 기업의 일반 현황, 융자 현황, 부채 현황, 사금융 및 신용보증 이용 현황 등 기업의 자금조달 내용을 대부분 포함하고 있다.

설문조사를 통해 파악한 기업 자금조달의 개괄적인 현황은 다음과 같다. 첫째, 개별 기업의 자금조달에 있어 공금융을 통한 자금조달은 상대적으로 낮은 비중을 차지하며 기업내부 자금조달이 주요한 자금조달방식으로 나타난다. 둘째, 자금난의 지역 격차이다. 소득수준이 낮은 지역에 소재한 기업일수록 평균적으로 자금상황이 어려운 것으로 관찰되었다. 셋째, 자금난의

완화 가능성이다. 이는 기존의 설문조사 결과와 상당히 구별되는 내용이다. 즉, 대부분 기존의 설문조사에서는 60% 이상의 기업이 자금난이 있다고 보고된 것과 비교하여 산시성 27.5%, 랴오닝성 15.7%, 저장성 3.3%의 기업만이 현재 자금상황이 어렵다고 답하였다. 이와 같은 결과는 2009년 이후 중국정부의 신용확대정책으로 중소기업에도 금융지원이 무차별적으로 확대된 결과라고 판단된다. 이는 향후 중국의 긴축정책에 따라 잠재적인 부실채권의 양산 가능성을 내포하고 있다는 점에서 주의가 필요하다.

한편, 서수형 다변량로짓모형을 이용하여 중국 기업에 있어서의 금융제약을 실증적으로 분석한 결과는 다음과 같다. 첫째, 중국 기업의 자금조달에 있어서 규모에 따른 제약이 강하게 존재하는 것으로 나타났다. 즉, 규모가 큰 기업일수록 자금사정이 좋고, 외부차입이 유리하며, 은행대출이 용이하고 사금융을 적게 이용하는 것으로 나타났다. 둘째, 자금조달에 있어서 지역격차가 존재하는 것이 실증분석 결과에서도 확인된다. 즉, 소득수준이 높은 지역일수록 자금상황이 좋으며 외부차입이 용이한 것으로 나타났다. 셋째, 자금조달에 있어서의 소유권제약은 일부 확인되지만, 소유권 형태에 따른 기업 자금조달의 차이는 규모에 따른 금융제약보다는 강하게 나타나지 않는다. 이는 소유권보다는 규모 차이가 자금제약을 결정하는 데 더욱 결정적인 영향을 미치기 때문이라고 판단된다.

마지막으로 제12차 5개년계획의 핵심적 어젠다는 '민생보장'이라는 측면에서 향후에도 중소기업의 금융지원에 정책적 우선순위가 주어질 것이다. 그런데 중소기업 금융정책은 최근까지의 무차별적인 양적 지원에서 탈피하여 신용보증, 중소기업 전담 금융기관의 설립 등 시스템적인 지원으로 제도적 보완이 이루어질 것으로 예상된다. 이 과정에서 금융기관의 경영 건전성을 확보하는 동시에 효율적인 중소기업 금융지원시스템을 구축하는 문제는 향후 중국 금융시스템에 있어서 매우 중요한 당면과제일 것이다.

바. 제7장: 중국 부동산시장의 현황 및 주택가격 적정성 분석

조만(KDI 국제정책대학원)은 2000년대 중국 부동산시장의 현황을 점검하

고, 대도시 주택가격의 결정요인 및 적정성에 대한 실증분석을 실시하였다. 시장 현황의 분석에는 수요-공급 측면의 주요 펀더멘털 추이를 살펴보았고 여기에는 장기간 지속된 경제성장 및 도시화, 모기지대출의 증가, 임대료-매매가격 비율(또는 사용자 자본비용), GDP 대비 주택투자율 등이 포함되었다. 주택가격의 적정성을 분석하기 위하여 인구 1천만명 이상의 1선 도시(베이징, 상하이, 광저우)와 중국 5대 권역의 2선 및 3선 도시의 자료를 이용하여 오차수정모형(Error Correction Model)을 산정하였고, 이의 결과를 바탕으로 각 도시별 주택가격의 고평가-저평가 수준을 살펴보았다.

실증분석의 주요 결과로, 중국의 주택시장은 2005~10년 기간 중 주요 펀더멘털 변수의 중요도가 현격하게 변하는 구조 변화가 있었던 것으로 나타난다. 특별히 거시·금융 변수들의 영향이 최근 증가하였고, 그중에서도 모기지대출의 증가가 최근 가격상승에 대한 중요한 설명요인인 것으로 나타났다. GDP 대비 모기지부채 비율은 2005~10년 기간 중 모든 1선 도시에서 유의성이 높은 주택가격 결정요인으로 나타났고, 특히 본 변수의 영향은 베이징, 광저우에 비하여 상하이에서 매우 높은 것으로 나타났다. 지역 변수 중에는 임대-매매가격지수 비율과 토지가격이 주택가격의 중요한 결정요인이라고 할 수 있다. 또한 권역별 회귀분석의 결과에서는 장강삼각주와 주강삼각주가 거시·금융 변수의 영향이 타 지역에 비해서 큰 반면, 토지가격은 중서부내륙이 더 높은 것으로 나타났다. 임대-매매가격지수 비율도 2005~10년의 통계적 유의성이 현격하게 높아졌으며, 모수의 크기도 세 도시 모두에서 증가하였다. 이 결과는 중국 주택소비자들의 주택수요 행태가 모기지 이자율과 같은 금융비용, 미래 주택가격 상승에 대한 기대, 그리고 제반 부동산세제에 따라 더욱 민감하게 반응하고 있음을 보여준다고 하겠다.

권역별 패널회기분석의 결과는 펀더멘털 변수의 영향이 지역 간에 상당한 차이가 있음을 보여주고 있다. 실질 GDP의 경우 모든 권역에서 99% 이상의 통계적 신뢰성이 있고, 모두 양(+)의 모수를 보여주고 있다. GDP 변화에 대한 주택가격의 탄력성은 장강삼각주(1.84)와 주강삼각주(1.67)가 타 지역에 비해서 높게 나타나고 있다. 반면, 토지가격에 대한 주택가격의 탄력성은 중서부내륙(0.145)이 타 지역에 비해서 월등하게 높은 것으로 나타났다. 이는

동부 연안의 대도시가 금융시장 및 거시경제 상황의 변화에 더욱 민감하게 반응하는 반면, 내륙지방의 경우 토지가격 상승으로 인한 주택가격 상승효과가 더 중요한 변수임을 보여주고 있다. GDP 대비 주택담보대출 잔액은 전 지역에서 통계적으로 매우 유의한 결과를 보이고 있고, 이 변수의 경우에도 장강삼각주(2.17)와 주강삼각주(1.98)에서의 영향이 타 지역에 비하여 높은 것으로 나타났다.

주택가격 고평가-저평가 분석의 결과는 1선 도시의 경우 1998~2010년 기간 중 최대 고평가가 대체로 10% 이하의 낮은 수준이고, 이는 중국 주택가격의 변화가 대부분 시장 펀더멘털에 의해서 설명되고 있음을 의미한다. 외국의 실증분석 결과와 비교하면, 미국의 경우 2006년경 미국의 로스앤젤레스, 라스베이거스 등의 도시에서 관찰된 고평가 수준이 50%를 상회하였고, 우리나라 강남의 경우 2008년에 20% 수준의 고평가가 있었던 것으로 알려져 있다. 물론 각국의 자료와 계량분석모형이 상이하여 직접적인 비교는 쉽지 않으나, 본 연구의 분석 결과는 최근 중국 1선 도시에서 고평가 문제가 상대적으로 심각하지 않았고, 미국의 주택시장과 유사한 버블 붕괴 가능성은 희박한 것으로 판단된다.

중국 부동산시장의 버블 붕괴는 중국 내 민간소비 및 건설투자의 감소를 초래하고, 이는 우리나라의 대중 수출 및 투자수익률에 심각한 영향을 미칠 수 있다. 본 연구의 실증분석 결과는 중국의 주택시장에서 버블 붕괴 가능성이 낮음을 보여주고 있고, 따라서 이로 인한 우리 경제의 리스크 요인이 높지 않은 것으로 보인다. 오히려 중국 부동산시장의 진정 국면이 우리나라에는 기회요인으로 작용할 수 있는 측면이 있는 것으로 생각된다. 즉, 중국 부동산시장에서의 규제 강화가 제주도 등지의 우리나라 부동산시장에서 수요 상승요인으로 작용할 수 있고, 대출규제에 직면한 중국의 건설업체들은 해외 채권발행 등을 통하여 자금조달을 늘리고 이는 우리나라 금융기관들에 있어 사업확장의 기회가 될 수 있다.

중국의 대도시 주택가격이 갑작스런 신용경색이나 과잉공급과 같은 시장적인 요인으로 인해 급락할 가능성은 앞서 언급한 바와 같이 높지 않으나, 토지 및 주택공급 관련 제도적인 요인의 변화로 인한 시장 변동성이 증가하

는 정책 리스크는 존재하는 것으로 보인다. 이와 같은 제도적 요인 중에서도 지방정부의 토지 수용 및 사용권 판매에 대한 변화가 향후 중요한 제도적 요인일 것으로 사료된다. 2002년의 정책 변화 이후 중국의 지방정부는 토지를 저렴한 가격에 수용하여 경매를 통한 시장가격으로 판매함으로써 막대한 재정수입을 올리고 있고, 이는 일반 주택구입자에게 높은 비용부담으로 작용하는 형평성의 문제가 제기되고 있는 상황이다. 이 외에도 중국 부동산시장 발전의 장애요인이 될 수 있는 제도적 요인으로 호구제도, 이원화된 토지소유시스템(농촌지역의 집체소유와 도시지역의 국가소유), 정부에 의한 보장형 주택의 대량 공급 등이 있는데, 이는 중국 부동산시장 분석에 있어서 고려되어야 할 중요한 제도적 요인이라고 하겠다.

사. 제8장: 중국 부동산시장과 지방재정

강승호(인천발전연구원)는 중국의 도시 및 부동산 개발에서 지방정부가 하는 역할과 지방정부 재정문제가 부동산시장 및 경제 전체에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 중국은 현재 노동력의 70% 이상이 비농업부문에 종사하는 산업화에도 불구하고, 인구의 도시화율은 아직 50%에 미달하고 있다. 이로 인해 향후 도시화가 장기에 걸쳐 지속적으로 추진될 것으로 전망된다. 중국에서는 지방정부가 도시 및 부동산 개발과 인프라 건설에 있어서 중요한 역할을 하고 있다. 지방정부는 부동산시장의 주요 참여자로서 첫째, 국유지 토지의 사용권 양도를 통해서 토지를 공급하고 부동산시장을 형성한다. 둘째, 각종 우대정책들을 통해서 도시개발과 부동산시장의 발전을 추진한다. 셋째, 도시 건설과 주변 공공시설의 개발을 추진하여 부동산 개발자들에게 양호한 외부환경을 조성하는 역할을 담당한다. 따라서 지방정부를 제외하고 중국의 부동산시장을 연구하는 것은 피상적인 논의에 불과하게 된다.

중국은 과거 계획경제시기에 토지와 노동력이라는 주요한 생산요소를 도시와 농촌으로 분할하여 노동력의 유동성이 없는 경제발전을 시도하였다. 이러한 중국의 전통적인 도시와 농촌 간 이원체제를 지탱해 온 것이 '호구제도'와 '토지관리제도'인데, 이는 아직까지도 중국의 도시화와 부동산시장의

특징을 규정 짓고 있다.

중국의 경우 도농분할의 이원체제 유산의 영향으로 도시화율이 낮은 편이어서 향후 장기적인 도시화 전망이 밝은 편이다. 이런 전망에 근거하여 도시개발을 추진하는 정부나 개발업자 모두가 부동산불패 신화를 믿고 있다.

2000년대 전반을 통해 보면 부동산투자가 급속하게 증가하였다. 이는 도시개발 수요를 낙관하는 대도시 지방정부일수록 가용지 부족 심화와 토지양도의 시장가격화(수의계약에서 공고・입찰・경매 방식으로 전환) 등으로 토지가격이 상승하면서 토지 양도수입이 급증했고, 이를 기반으로 도시개발을 가속화하고 있기 때문이다. 또 도시화 임무를 진 지방정부가 개발재원을 확보하기 위해 토지시장에서 기업가적 행위를 하게 되어, 토지가격이 상승하여 치솟는 부동산가격과 사회적 불안요인을 초래하고 있다.

최근 도시 부동산투자는 과열 기미가 있는 것으로 판단될 정도로 그 증가율이 높아지고 있다. 특히 투자공사를 통한 무분별한 금융자금의 융자는 부동산시장이 침체될 경우 GDP 성장, 지방정부의 재정, 은행의 자산건전성 등의 부분에서 부정적인 영향을 창출할 우려를 낳고 있다. 즉, 중국의 지방정부를 중심으로 한 도시 부동산투자의 성장은 최근까지 중국의 경제성장을 강력하게 견인해 온 측면이 있지만, 중국정부의 거시경제정책을 곤란케 할 우려를 발생시키고 있다고 할 수 있다.

최근의 투자공사와 지방정부 재정과 관련된 리스크 중 우리와 단기적으로 연관된 측면에 대해 생각해 볼 필요가 있다. 단기 리스크라면 중국의 성장둔화 혹은 수출경쟁력 강화 측면 등에서 생각해 볼 수 있다. 중국의 지방정부가 주도하던 부동산투자 위축으로 인해 경기가 하강할 우려이다. 부동산 경기의 하락으로 지가가 하락하면 지방정부의 토지 양도수입이 감소할 것이다. 또 지방재정 부실화 우려에 따라 지방 투자공사에 대해 지속적으로 대출규제가 강화될 것이므로 지방의 개발투자재원은 더 축소될 전망이다. 최근 투자에서 지방정부 비중, 도시개발 비중이 컸던 점을 감안하면 지방과 도시정부의 투자 위축이 전반적인 경기둔화로 이어질 가능성이 있다. 중국의 성장둔화 시 우리의 대중국 수출이 동반 하강할 우려가 있다.

한편, 급격한 경기둔화를 바라지 않는 중앙정부로서는 이 경우 과거의 수

출드라이브 정책을 재개할 가능성도 높다. 수출에 의존하던 중국이 금융위기 직후 선택한 것은 내수투자 위주의 경기회복이었다. 그 결과 2009년에는 수출 GDP 기여도가 마이너스로 반전되고, 투자의 기여도가 90%를 넘어섰던 것으로 분석된다. 추진해 오던 내수전환의 추진을 약화시키고, 위안화 저평가를 유지할 경우에는 우리의 대세계 수출점유율을 잠식할 수 있다는 우려가 있다.

아. 제9장: 위안화 가치 상승과 국제화의 중국경제에 대한 시사점

남수중(공주대학교)·오대원(한남대학교)은 위안화의 가치 상승이 중국 국내경제에 미치는 파급효과와 국제화 가능성을 실증적으로 분석하고, 중국 정부의 정책 방향을 비판적으로 평가하고 전망하였다.

실증분석의 결과는 다음과 같다. 첫째, 위안화의 실질가치 상승은 과열 억제에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 추정되었다. 따라서 제한적인 금리 인상 등 통화정책효과를 제고하기 위한 추가적인 위안화 절상을 예상할 수 있다. 둘째, 위안화의 가치 상승은 산업 고도화에 기여하는 것으로 평가된다. 다만, 단기적으로 고용시장의 불안정을 초래할 수 있다. 특히 중장기적으로 서비스산업의 성장이 기대되나, 단기적으로 제조업과 서비스업 부문의 실업 증가가 우려된다. 셋째, 중국정부가 우려하는 위안화 가치 상승에 따른 무역수지 흑자규모의 급격한 축소는 크지 않을 것으로 분석되었다. 실질실효환율이 수출에 미치는 효과를 실증분석한 자료에 따르면, 실질실효환율 회귀계수 추정치는 실질실효환율이 1% 절상되더라도 수출은 아주 미세하게 감소할 것으로 전망되었다. 넷째, 향후 자본시장이 더욱 개방될 경우, 국내외 금리 차이에 따른 환율 변동 가능성이 높을 것으로 분석되었다.

위안화 가치 변동에 따른 한국의 영향은 다음과 같다. 우선 한국의 원화는 여타 아시아 국가들의 통화보다도 위안화 절상의 영향을 더욱 많이 받는 것으로 분석되었다. 중국의 위안화 가치가 상승할 경우, 한국의 원화도 동반 상승할 것으로 예상된다. 위안화 가치 상승의 충격은 원화의 동반 상승으로 인해 어느 정도 상쇄될 수 있지만, 위안화 통화가치 상승은 한국의 수출에

큰 영향을 미친다. 위안화의 가치가 상승함으로 인해 한국의 중국에 대한 직접적인 수출은 증가하지만, 중국의 세계시장에 대한 수출 감소로 인해 한국의 대중국 수출에는 부정적인 효과가 나타날 것으로 추정되었다. 또한 중국의 위안화 가치가 상승하면 제3국에 대한 중국의 수출이 감소하는데 감소 크기의 순서는 소비재, 중간재, 자본재 등이다. 그리고 중국의 제3국으로의 수출이 감소할 경우, 한국의 제3국에 대한 소비재, 중간재 및 자본재의 수출이 증가하는데, 그중에서 소비재 수출이 가장 많이 증가하는 것으로 나타났다. 다음으로 위안화 가치 상승이 중국에 대한 FDI의 영향에 부정적임을 감안할 때, 위안화 가치가 상승하면 중국으로의 FDI 유입이 감소하고, 이는 한국으로의 FDI 유입에 부정적으로 작용한다는 점을 시사한다. 다만, 중국 위안화의 가치 상승이 한국의 금융시장에 미치는 영향은 크지 않은 것으로 나타났다.

글로벌 금융위기 이후 G2로 부상한 중국은 국제사회에서 경제규모에 어울리는 역할 확대를 모색한다는 관점에서 위안화 국제화를 본격적으로 추진하고 있다. 중국은 위안화 국제화의 첫 단계로 아시아 역내 무역결제통화로부터 시작하여 투자통화로 확대시키는 방식의 국제화를 추진하고 있다. 위안화가 국제화되기 위해서는 먼저 중국 자본시장 개방, 변동환율제 및 위안화의 자유 태환성 확보, 선진국 수준의 물가안정성 등의 과제들이 선결조건이다. 이런 선결과제를 보완하지 않는다면 중국정부가 자본시장 완전 개방, 변동환율제 전환 등의 조치를 당장 전면적으로 실시하기가 어려울 것이다.

완전한 위안화 국제화를 위해서 중국정부가 간과해서는 안 되는 점은 국제정치의 역학적 관계 등 비경제적 요인이 기축통화 등장을 촉진시키거나 지연시키는 데 중요한 요소라는 사실이다. 변동환율제, 물가안정성, 자본시장 개방 등의 경제적 조건이 충족되더라도 위안화의 완전한 국제화는 점진적으로 진행될 전망이다. 중국정부의 여타 정책 변화 및 국제정치적 합의가 쉽지 않으므로 완전한 수준의 위안화의 국제화, 즉 기축통화로서의 위안화는 단기간에 달성되기 힘든 목표임에 분명하다.

이러한 선결조건이 미충족되고 있음에도 불구하고 결제통화 및 투자통화로서의 위안화 국제화는 그 실현 가능성이 높을 것으로 보인다. 다만, 위안

화가 국제거래통화로 활용되기 위해서는 위안화 자산운용처로서 위안화 채권시장의 개방과 발달이 동반되어야 한다. 위안화 국제화는 중국의 무역수지 적자 대상국인 아시아 국가들이 위안화 보유와 운용에 얼마나 매력을 느끼는가에 달려 있기 때문이다. 중국의 완전한 자본자유화 이전에는 상하이 및 홍콩 국제금융센터와 같은 역내외 위안화 거래시장이 활성화될 것으로 보인다.

한국과 같은 중소형 개방경제는 기축통화가 2~3개로 분산될 경우, 가장 유리한 통화를 선택할 수 있는 긍정적 측면이 있다. 한·중 간 경제의존도가 높은 점을 고려할 때, 위안화 무역결제 및 채권시장 수요가 클 것으로 예상되므로 한국은 이를 대비해야 한다. 중국과의 무역거래가 빈번한 한국의 기업들은 환위험 회피 및 환전수수료 절감 등의 장점을 감안하여 위안화 무역결제를 고려할 필요가 있다. 우량기업의 경우 위안화 무역결제 외에도 중국영업 확대 등 위안화 수요에 대비하여 위안화 회사채 발행을 통한 자금조달을 고려해 볼 수 있다.

자. 제10장: 핫머니 유출입에 따른 중국 외환시장의 불안정화 가능성

이진수(KDI 국제정책대학원)는 최근 중국경제에 대한 위협요인 중 하나로 언급되고 있는 핫머니의 유출입에 따른 중국 외환시장의 불안정화 가능성에 대해 검토하였다. 핫머니는 통상 국가 간의 이자율 차이 또는 환율변화 예상 등에 따라 단기간에 이득을 얻을 목적으로 이동하는 투기성 자금을 말한다. 만일 핫머니의 유출입에 따라 중국의 외환시장이 불안정해지고 더 나아가 중국경제의 성장까지 둔화된다면, 이는 우리나라의 중국에 대한 순수출의 감소로 이어져 직접적으로 우리 경제에 부정적인 영향을 줄 것으로 예상된다. 또한 우리나라는 중국과 지리적·경제적으로 밀접한 관계에 있기 때문에 중국경제가 불안정해질 경우 그에 따른 부정적인 전염효과(contagion effect)도 다른 국가들에 비해 더욱 크게 나타날 것으로 판단된다.

중국에서 핫머니가 유출입할 수 있는 경로로는 (1) 실수요에 기반하지 않은 경상거래 및 직접투자, 또는 경상거래 및 직접투자의 과소·과대 계상

등으로 인한 자금의 유출입, (2) 주식과 채권 등 증권투자자금의 유출입, (3) 외화대출, 예금 등 기타 자본거래에 기인한 자금의 유출입 등을 상정할 수 있다.

중국의 외환관리제도에 의하면 경상거래에 수반된 외환거래는 실수요에 기반해야 하고 직접투자에 따른 외환거래도 정해진 용도로만 이루어져야 하므로 원칙적으로는 경상거래 및 직접투자를 통해 핫머니가 유출입할 수는 없다. 그러나 중국의 경상수지 흑자 및 해외직접투자의 순유입액의 일부가 경상거래 및 직접투자와 관계없이 단기적인 수익을 목적으로 유입된 핫머니일 가능성을 배제할 수는 없다. 즉, 실수요에 기반하지 않은 경상거래 및 직접투자, 또는 경상거래 및 직접투자의 과소·과대 계상 등을 이용하여 불법적으로 외화자금이 중국으로 유출입될 가능성이 있는 것이다.

중국 국가외환관리국은 2010년 2월부터 불법적인 외화자금의 유출입을 단속하기 위해 외환거래가 많은 13개 성에서 이루어진 350만건, 금액으로는 4,400억달러에 달하는 외환거래에 대해 검사를 하였는데, 그중 불법적인 거래로 적발된 경우는 190건, 금액으로는 73.5억달러에 불과하였다. 따라서 경상거래와 직접투자와 관련된 외환거래는 실수요에 기반한 경우에만 허용되고 중국의 외환감독당국이 동 외환거래를 적극적으로 관리·감독하고 있는 점을 감안할 때, 단기간에 대규모로 경상거래 및 직접투자를 통해 핫머니가 유입되고 이후 다시 불법적인 경로를 통해 동 자금이 대규모로 유출될 가능성은 크지 않다고 판단된다.

핫머니의 유출 등 급격한 외화유출과 외환시장의 불안정화에 대비하기 위해 정책당국이 사용할 수 있는 자금인 외환보유액의 규모는 중국의 경우 2011년 말 현재 3조 1,975억달러로서 총외채(6,425억달러) 및 단기외채(4,621억달러)의 각각 5.0배와 6.9배에 달한다. 이와 같은 외환보유액 규모는 중국의 엄격한 외환관리제도를 배경으로 핫머니가 단기간에 유출입할 수 있는 규모에 비해 충분한 것으로 평가할 수 있어, 핫머니의 유출입에 따라 중국 외환시장이 불안정화될 가능성은 거의 없는 것으로 판단된다.

국제수지와 관련하여 현재 중국이 당면한 문제는 대규모의 경상수지 흑자와 해외직접투자자금의 대규모 유입이라는 구조적 요인으로 해외부문으로부

터의 유동성 증가가 매우 크다는 점이다. 만일 향후 중국의 외환관리제도와 자본통제제도가 대폭적으로 완화된다면, 양(+)인 대외금리차와 위안화의 평가절상 예상 등으로 재정수익을 얻기 위해 대규모의 해외자금이 급격히 유입될 가능성이 있다. 이렇게 될 경우 중국의 정책당국은 현재의 경상수지 흑자와 해외직접투자자금의 대규모 유입 이외에 증권 및 기타 자본거래에 기인한 대규모 자본수지 흑자로 국내 유동성 관리에 더욱 어려움을 겪을 것으로 전망된다. 또한 증권 및 기타 자본거래에 기인한 자금이 중국에 유입되었다가 향후 대규모로 급격히 유출될 경우에는 중국의 외환 및 금융 시장이 불안정화될 가능성도 배제할 수 없다.

이러한 점들을 고려해 볼 때, 중국의 정책당국은 당분간 현재의 외환관리제도와 자본통제제도의 골격을 유지하면서 매우 점진적으로 자본자유화를 할 가능성이 높다고 판단된다. 하지만 자본자유화가 본격적으로 진행되는 시점에서는 핫머니의 유출입에 따라 중국 외환 및 금융 시장이 불안정화될 가능성을 배제할 수는 없으며, 향후 중국의 자본자유화가 진전되는 과정에서 이러한 가능성을 계속적으로 면밀히 검토하고 대비하는 것이 필요할 것이다.

차. 제11장: 중국 외환보유고의 급증과 국제자본시장에 대한 영향

판얀훼이(중국대외경제무역대학)・판후이펑(중국대외경제무역대학)은 중국 외환보유고의 축적과정과 최근의 포트폴리오 조정의 원인을 살펴보고 외환보유고 구성의 조정이 가져올 영향을 분석하였다.

중국의 경우 외환보유고는 2011년 6월 말 기준 3.2조달러인데, 동 규모는 최근 10년 사이에 축적된 것이라는 점에서 경이롭다고 하겠다. 2000년 이후 중국의 외환보유고가 빠르게 증가한 것은 WTO 가입으로 인한 무역량 증가와 위안화 절상 예상에 따른 투기성 자본의 유입, 수출주도형 경제발전전략 등에 기인한다. 또한 외환보유고가 국가의 경제력을 강화시킴과 동시에 국민들의 사기를 진작시키고 국제적인 평판을 높이며 자금조달능력을 개선하고 개혁 리스크를 줄이는 작용을 한다는 정책당국자의 착오도 외환보유고

증가의 원인이라는 주장도 있다.

이 중에서 가장 중요한 원인은 위안화 평가절상에 대한 기대감이다. 위안화 절상의 기대는 대외무역기업과 외상투자기업들이 환위험 회피와 위안화 절상을 이용한 환차익 동기를 초래하였다. 각 경제주체들이 은행에서 조기에 외환결제를 실시함과 동시에 금융당국 입장에서는 지나치게 빠른 속도의 위안화 절상 압력을 희석시키기 위하여 수동적으로 외환보유고를 축적하게 하였던 것이다.

중국에서 외환보유고는 국가외환관리국(SAFE)과 중국투자유한책임회사(CIC) 등 두 기관에서 관리되고 있다. 중국인민은행이 관할하는 국가외환관리국은 외환보유고의 주요 관리자로서 안전성, 유동성, 가치증대의 원칙에 따라 신중하고 규범적이며 적극적으로 운용한다. 이러한 원칙에 따라 장기적인 외환보유고 투자는 달러 위주로 하되 적정한 정도의 분산화를 시도하여 비교적 안정적이며 다원화된 외국환 구조를 형성하고 있다. 즉, 안전성을 다원화, 장기 투자, 전략적 투자로 해석하고 있는 것이다. 반면, 재정부 산하의 국부펀드인 중국투자유한책임회사(CIC)는 장기적인 수익성을 제고하고 거시경제 발전과 금융체제 개혁 심화를 목적으로 하고 있다. 2009년 말에는 주식투자 36%, 고정수익형 증권 26%, 현금 및 현금성 상품 32% 등에 투자했는데, 이러한 투자 구성은 중국투자유한책임회사가 수익성 향상에 적극 나서고 있지만 동시에 안전성도 고려하고 있다는 것을 시사한다.

향후 국가외환관리국은 달러자산에 집중된 투자에서 지속적으로 분산투자를 하게 될 것이며 그 투자의 대상은 수출경쟁력을 가진 무역수지 흑자국, 채무부담이 적은 국가들의 국채가 될 것이라고 본다. CIC의 투자는 대외직접투자의 형식으로 향후 발전 가능성이 높은 해외 산업에 집중될 것이다.

2011년 3월 16일 「국민경제와 사회발전 제12차 5개년규획 강요」에서 중국정부는 외환관리체제의 개혁과 위안화의 대외사용 확대, 위안화 자본항목 태환자율화의 점진적 추진을 추구함을 명시하였다. 외환보유고의 경영관리를 개선하여 그 활용범위를 넓히고, 수익률 수준을 제고하고자 한 것이다. 중국정부의 외환보유고 관리에 있어서 태도 변화의 원인은 첫째, 최근 중국 외환보유고가 지속적으로 큰 폭으로 증가하였다는 점이다. 둘째, 서브프라

임 모기지 위기 이후 달러환율의 대폭 변동과 미국의 양적완화정책 실행은 중국이 보유한 달러자산의 가치를 감소시켰기 때문이다. 셋째, 수출 주도의 경제발전방식은 중국이 거액의 외환보유고를 누적할 수 있도록 하였으나, 동시에 인플레이션을 초래하는 부작용을 발생시켰다.

따라서 중국 외환보유고 관리방식의 조정은 매우 급박한 것으로 다음과 같은 방식으로 진행되고 있다. 첫째, 외환보유고 중 달러자산이 차지하는 비중을 가장 높게 유지하지만 외환보유고의 분산투자 역시 가속화할 것이다. 둘째, 중국이 보유하고 있는 달러자산을 미국 경기에 연동하여 운용한다. 셋째, 외환보유고의 보유방식을 국내 경제문제를 해결하는 보조수단으로 활용하여 산업구조 고도화와 경제발전방식의 전환과 연계한다. 넷째, 달러 범람과 경제회복으로 인한 인플레이션 압력이 점진적으로 증가하면서 실물형 자산의 구매를 증가시킬 것을 고려한다.

비록, 중국이 채권 보유를 증가시키는 경우 해당 국가의 이자율을 낮추고 평가절상을 초래할 수 있지만, 이러한 현상은 반드시 가능하다고 할 수 없을 뿐 아니라 적절한 정책대응을 통해 그 부정적인 영향을 감소시킬 수 있다. 중국의 특정 국가의 자산매입 규모가 증가할수록 그 자산조정으로부터 발생하는 부정적인 영향이 클 것으로 예상되기 때문에 역설적으로 그 안정성 또한 크게 증가할 수 있다. 현재 각국이 더 관심을 기울여야 하는 것은 중국정부의 자산매입으로 유발할 수 있는 개인의 단기성 투기자금의 유입이다.

제3절 중국 금융시스템의 위험성과 한국경제에 대한 시사점

서구의 시각에서 본다면 중국의 금융시스템은 불완전하고 조화롭지 못하다. 이러한 불완전성과 부조화의 핵심 원인은 실물경제와 금융부문의 괴리 때문이다. 한국경제에의 시사점을 논의하는 데 있어 먼저 중국 금융시스템의 불완전성과 부조화를 언급한 것은, 이것이 향후 발생할지 모르는 위기 혹은 기회 요인에 있어 핵심적인 연결고리를 제공하기 때문이다. 중국은 언

제까지 금융과 실물의 불균형 성장을 견지하면서 동시에 금융부문을 통제할 수 있을까? 중국 금융시스템의 불완전성과 부조화는 크게 다음과 같이 요약할 수 있다.

첫째, 중국에서 금융시장의 주요 가격인 금리와 환율은 정책당국에 의하여 결정되지만 상품가격은 시장의 수요와 공급에 의하여 결정된다. 제7장의 조만 교수가 분석하였듯이, 최근 주택가격의 급등 또한 시장의 수요와 공급에 의하여, 특히 급격한 부동산 담보대출 증가에 의하여 설명될 수 있다. 반면에 최근의 정책금리 인상에도 불구하고 시장이자율에서 괴리되어 낮게 유지된 이자율은 주택가격을 안정화시키기에는 부족한 측면이 존재한다.

둘째, 상품시장은 국내외적으로 완전히 개방되어 있지만 금융시장은 여전히 대외적으로 통제되어 있다. 2008년 글로벌 금융위기에서 중국이 상대적으로 금융부문의 타격이 적었던 이유는 역설적으로 중국의 금융시장이 대외적으로 개방되지 않았기 때문이다(월터・하위[2011]). 하지만 이러한 금융시장에 대한 통제를 지속하기에는 세계경제에서 중국경제가 차지하는 비중이 높아졌고, 이러한 통제는 중국의 추가적인 도약과 발전을 제약하는 요인으로 작용할 수 있다.

셋째, 국유상업은행에 의하여 독점적으로 운영되고 있는 간접금융 위주의 금융시스템이다. 제4장의 딩즈지에・쑨샤오주엔 교수의 주장과 같이, 국유상업은행의 독점적 구조는 사실상 금융시스템의 운영이 정책당국자에 의하여 직접적으로 통제됨을 의미하며, 이는 은행들의 도덕적 해이를 유발하여 주기적으로 부실채권을 양산하는 원인이 된다. 월터・하위(2011)는 1998년 당시 중국의 대표적인 금융기관이었던 광동투자신탁(GITIC)의 파산도 현재의 국유상업은행처럼 즉각적인 현금흐름이 발생하지 않는 부동산, 철도 등에 대규모 자본을 투입한 것에서 비롯되었음을 지적하면서 2009년 이후의 대규모 사회간접자본 투자는 향후 신규 부실채권 양산의 문제를 초래할 것이라고 주장한다.

주지하는 바와 같이 중국은 1989년, 1998년, 2009년 등 세 번의 위기를 성공적으로 극복하였다. 1989년 위기는 등소평의 '남순강화'를 통한 대외개방의 확대로 극복하였다. 1998년의 동아시아 금융위기와 2009년의 글로벌

금융위기에서 중국은 환율 유지와 재정지출 확대로 오히려 기타 국가들의 경제위기 회복에 도움을 준 바 있다. 물론 중국이 금융위기를 극복한 것은 상술한 바와 같이 대외적으로 폐쇄적인 금융시스템을 유지하고 있는 바에 주로 기인한다. 그러나 보다 근본적으로는 중국이 정부가 금융시장을 독점하고 통제하는 구조이기 때문에 위기상황에서 효율적인 관리능력이 발휘되었다고 할 수 있다.

그러나 향후에는 중국 금융시스템에 다음과 같은 위험요인이 예상된다.[2] 첫째, 금융시스템의 발전에 따라 대내외 금융시장의 규제완화 추진이 불가피한데 과연 중국정부가 부작용을 최소화하는, 성공적인 금융시스템 개혁을 유도할지 의문이 제기된다. 금융규제 완화의 핵심은 금리의 시장결정 메커니즘 도입에 있다. 지금과 같이 금리가 정부가 아니라 시장의 자금 수급에 의하여 결정된다면 은행에 엄청난 경영효율화의 압력이 가해지게 된다. 약 4%대에 이르는 예대마진이 보장된 현 체제에 익숙한 국유상업은행으로서는 생존을 위한 경쟁이 시작되고, 그 결과 또한 정부의 예측 범위를 벗어나는 불확실성이 발생할 수 있다.

둘째, 중국의 위안화 국제화 전략과 관련하여 자본시장의 자유화는 중국 금융시장에 새로운 도전을 예고한다. 다분히 정치적인 목적에서 시작된 중국의 위안화 국제화가 성공하기 위해서는 무역거래결제통화를 넘어 투자통화로서의 역할을 해야 한다. 즉, 무역거래에서 획득한 역외 위안화 보유자가 위안화 자산에 투자할 수 있는 수단이 마련되지 않는다면 무역결제통화로서의 기능조차 활성화되기 어렵다. 따라서 위안화 국제화라는 정책목표는 불가피하게 중국 자본시장의 개방을 전제조건으로 하게 된다. 자본시장 자유화는 금리자유화로 대표되는 대내적인 금융규제 완화와 함께 중국 금융시스템 시장화의 완성을 의미할 것이다. 이러한 금융시장의 발전방향은 중국경제가 선진화되기 위한 필수조건임에 분명하지만 과도기에 상당한 시행착오

---

2 니어재단(2011)은 중국이 지속 성장을 이룩하고 국제적인 위상을 공고히 하기 위해서는 네 가지의 다리를 건너야 한다고 주장한다. 즉, 사회적 자본화의 다리, 시장형 사회지배구조의 다리, 금융혁신의 다리, 국제사회 지도력의 다리 등이 그것이다. 본문에서 중국경제의 위험요인 세 가지는 니어재단(2011)의 네 가지 다리와 일맥상통한다.

와 충격을 유발할 수 있다.

셋째, 상품시장의 개방과 시장화에 따라 과거와 비교할 수 없을 정도로 개인, 지방정부 등 경제주체들의 이윤동기가 강렬하기 때문에 과도한 위험 추구로 금융부실이 다량 발생할 수 있다는 점이다. 중국 내에서는 2010년 말 중국의 도시화율이 47.5%에 불과하여, 향후 20년 이상 매년 1%씩 도시화를 통해 부동산가격의 지속적인 상승과 고도성장이 유지될 수 있다는 낙관론이 지배적이다. 그런데 매년 인구 50만명의 도시를 20여 개씩 새로 건설한다는 계획을 실현하기 위해서는 경제주체에 대하여 강력한 인센티브를 부여해야 한다. 지방정부 관리에게는 지역성장이 주요 성과지표가 되고 부동산 구입자에게는 초과이윤의 창출 기회를 부여해야 할 것이다. 성공신화가 30년 이상 지속되고 각 경제주체가 인센티브에 민감해지고 있다는 점은 과도한 위험 추구를 선택할 가능성을 높이고 있다. 이에 따라 지방정부의 부동산에 대한 과잉투자는 국유상업은행과 지방농촌합작사의 부실을 유발함으로써 금융시스템 전반의 위험을 발생시킬 수 있다.[3]

중국의 거시경제적 불균형과 정책 변화가 새로운 위험을 초래할 수 있겠지만, 그렇다고 해서 중국 내부의 사건이 중국 금융시스템의 위기를 초래할 것으로 보이지는 않는다. 가장 큰 이유는 중국정부가 위험에 대한 통제와 관리 능력을 보유하고 있기 때문이다. 따라서 현시점에서는 중국의 경제 또는 금융 위기는 외부에서 최초 원인을 제공하고, 중국의 내적 메커니즘이 충격을 증폭시키면서 정부의 통제권을 벗어나는 상황을 상정해 볼 수 있다. 예를 들어, 현재 전 세계적인 경기하강과 유럽 재정위기의 심화가 글로벌 수요를 위축시키고, 수출 의존도가 높은 중국경제에 심대한 부정적인 영향을 미치는 경우이다. 기층민의 생존과 직결되어 있는 물가의 상승률이 높아서 통화정책의 이완이 용이하지 않은 가운데 과잉투자가 있었던 지역의 부동산가격이 폭락한다면, 상업은행과 농촌 및 도시 신용합작사의 부실채권을

---

3 이와 관련하여 Roubini(2011)는 공공투자에의 지나친 의존, 국유기업에 의한 과잉투자 등으로 인하여 2013년 이후 경착륙 가능성을 제기하였다. 또한 Fitch 대만지사는 부동산 시장 버블 붕괴 및 지방정부 대출의 부실화 가능성으로 인하여 2013년에 중국 은행들의 부도위험이 60%에 이를 것으로 예측하였다(*The Washington Post*, "Fitch Warns of Rising China Credit Risk from Local Government Borrowing," September 8, 2011).

급증시키고 신용경색을 유발할 수 있다. 실물경기 침체와 신용경색이 상호 상승작용을 일으키는 현상이 발생하는 가운데, 중앙정부와 지방정부 간 이해상충으로 정책적 혼선이 발생하면 경제 전반의 위기로 비화할 수 있을 것이다. 물론 이는 극단적으로 비관적인 상황으로써 실현 가능성은 지극히 낮을 것이다. 다만, 이러한 시나리오가 말하는 바는 위기의 원인이 외부에서 촉발되어 내부의 증폭작용으로 이어질 수 있다는 점을 강조하는 것이다.

어떤 이유에서든, 또한 어떤 경로에서든 중국에서 경제위기가 발생한다면 이는 한국경제가 지난 30년 동안 한 번도 경험해 보지 못했던 종류의 사건이라는 점에서 그 충격이 상상할 수 없을 정도로 클 수 있다. 중국 경제위기의 한국에로의 위험 전파경로는 제2장의 함준호 교수와 동애영 연구원이 제시한 바와 같이 다음의 세 가지를 생각해 볼 수 있다. 첫째, 실물부문의 영향은 중국의 긴축정책과 이에 따른 수출 감소 및 중국발 인플레이션을 통해 파급될 수 있다. 둘째, 중국의 긴축구조 전환은 글로벌 차원의 위험선호 후퇴와 신흥국 투자의 위축으로 이어져 국내 자본시장에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 셋째, 중국의 자본시장 발전과 외환보유고를 이용한 해외투자 확대에 따라 중국계 자본의 이동이 직접적으로 우리의 자본 및 외환 시장에 영향을 미칠 가능성이 커지고 있다. 이러한 세 가지 경로에서 중요한 점은, 과거에는 중국경제로부터의 충격이 주로 실물교역부문을 통해 전달되었으나, 최근에는 중국의 세계경제에서의 영향력 확대와 한국과의 교역 및 자본 흐름 구조가 복잡화되면서 중국 리스크의 파급경로 또한 매우 복잡해질 가능성이 있다는 것이다.

상기한 위험전이 문제에도 불구하고 향후 우리나라는 적어도 중단기적으로 중국의 위험요인에 대한 우려보다는 적극적으로 기회를 찾는 전략이 중요하다고 판단된다. 제12차 5개년규획(2011~15년)에서는 다층적인 금융시장 체계의 수립과 더불어 금융 관리·감독의 효율성 제고를 도모하는 것을 금융부문의 주요 과제로 채택하였다. 그 주요 내용은 주민 자산소득의 증대, 상장기업의 배당제도 개선, 주식시장과 채권시장의 발전 촉진, 해외기업을 위한 주식시장 개설, 외환거래시장의 확대, 사모기금시장의 규범화, 자산증권화 촉진, 예금보험제도의 도입, 보험자금의 운영시장 활성화 등이다. 이러

한 정책적 환경과 경제발전의 추세를 고려할 때, 중국의 경제성장과 소득증가에 따라 자산운용, 보험 등 개인금융시장과 주식시장 등의 성장 가능성이 매우 높다고 할 수 있다. 따라서 중국 금융시장에의 진출은 우리 금융기관에 글로벌 금융사로 도약할 수 있는 성장 원동력을 제공할 수 있을 것이다. 따라서 최근 논의되고 있는 한-중 FTA에서도 이에 대한 추가적인 개방을 이끌어내기 위해 노력해야 할 것이다.

마지막으로 중국경제가 한국경제에 미치는 영향을 보다 심층적으로 연구하기 위한 향후 KDI의 연구방향을 제시하고자 한다. 본 연구를 통해 얻은 연구적 시사점은 중국 리스크를 파악하기 위해서 미시적인 구조에 대한 분석이 필요하다는 점이다. 중국정부의 위기관리능력이 거시적 불균형을 효과적으로 통제하고 있지만, 자세히 들여다보면 정부의 다층구조에서 비롯된 통제력의 실체가 의문시될 수 있는 것이다. 예를 들어, 중앙정부와 지방정부 간의 행정분권화가 심화되는 과정에서 중앙정부-성급정부-현급정부 등의 다층적 주인-대리인 문제가 발생하고 각급 지방정부 간의 경제성장을 위한 경쟁구도는 향후 중국경제의 핵심적 위험요인으로 작용할 가능성이 있다. 실제로 최근의 부동산 버블, 지역별 고정자산투자의 과잉, 지방재정의 부실화, 지방정부융자플랫폼의 문제에서 지방정부의 지역 금융기관의 통제 등은 이러한 맥락에서 이해할 수 있다. 따라서 중앙과 지방정부 간의 비대칭적 정보하에서의 비효율적인 자원배분 경로의 파악과 분석은 향후 중국경제의 전개과정을 이해하는 데 있어서 중요한 후속 연구주제라고 할 수 있다.

참고문헌

김홍규, 『중국의 정책결정과 중앙-지방관계』, 폴리테이아, 2007.

니어재단, 『신삼국지, 중국화 파고 속의 한국』, 매일경제신문사, 2011.

린이푸 외, 『중국의 개혁과 발전전략』, 백산서당, 2001.

장웨이잉・청쓰웨이 외, 『중국개혁 30년』, 산해, 2009.

칼 E. 월터・프레이저 J. T. 하위, 『레드캐피탈리즘』, 시그마북스, 2011.

Huang, Yasheng, *Capitalism with Chinese Characteristics: Enterpreneurship and the State*, Cambridge University Press, 2008.

International Monetary Fund, "People's Republic of China: 2011 Article Ⅳ Consultation," July 2011.

Organisation for Economic Cooperation and Development, "Progress on Financial Reforms: An Update," *Economic Survey of China*, 2010.

Roubini, N., "China's Bad Growth Bet," Project Syndicate, 2011. 4. 14, www.project-syndicate.org.

제 2 장

중국의 거시적 유동성: 평가 및 시사점

함 준 호 (연세대학교)
동 애 영 (하나금융경영연구소)

제1절 연구 배경 및 목적

중국의 금융부문은 개혁·개방 이후 연평균 10%를 상회하는 실물경제의 빠른 성장과 지속적인 경상수지 흑자, 자본유입 등으로 급속한 양적 성장을 이룩하였다. 이러한 금융부문의 성장은 은행 중심 금융구조하에서 주로 은행 대차대조표의 확대를 통해 이루어졌는데, 특히 글로벌 금융위기 이후 범세계적인 경기부양 공조체제의 일환으로 완화적인 통화정책이 실시되면서 은행신용이 급속히 늘어나게 되었다.

실제로 2008년 말 이후 정부의 대규모 부양책 시행으로 대출 급증세가 지속되면서 2009년에는 M2 증가율이 사상 최고 수준을 기록하였다. 이처럼 급증한 대출은 주로 공공투자로 연계되어 경기회복에 기여하기도 하였지만, 민간투자의 부진으로 자금이 주식, 부동산 등 자산시장에 유입되면서 자산시장 과열, 물가상승 압력 누적 등 많은 부작용을 발생시키고 있다. 아울러 위안화의 절상 지연에 따른 핫머니 유입도 유동성 확대에 기여하고 있으며, 이에 따라 금융부문의 잠재적인 부실위험도 높아지고 있다는 우려가 제기되었다.

최근 중국정부는 이러한 물가상승 압력과 자산시장의 과열 가능성에 대비

하여 유동성을 적정한 수준으로 통제하기 위한 통화신용정책의 긴축기조 전환에 착수하였다. 인민은행은 대출 증가세 조절을 위해 지급준비율을 누차 상향 조정하고, 중앙은행 채권을 상업은행에 매각하여 유동성을 흡수하고 있으며, 정책금리 인상도 순차적으로 추진할 전망이다. 중국의 통화신용정책 정상화, 위안화 절상 등 긴축기조 전환은 신용공급의 조정을 통한 실물경제의 성장세 둔화와 자산가격 하락 등을 통해 역내 경제의 불안정성을 야기할 가능성이 있다. 특히, 글로벌 위기 이후 중국경제에 대한 의존도가 심화된 우리나라로서는 중국의 통화정책 긴축기조 전환에 따른 신용위기 발생 가능성과, 이러한 중국발 금융불안이 우리 경제에 미치게 될 예상 파급효과 등에 대해 면밀히 모니터링하고 체계적인 대응책을 마련해야 할 필요성이 있다.

본 연구의 목적은 거시경제적 관점에서 중국의 유동성 및 은행 신용공급의 적정성을 평가하고, 향후 통화신용정책의 변화가 유발할 수 있는 잠재적 위험요인과 파급영향을 분석함으로써 우리 경제에 대한 시사점을 도출하는 데 있다. 향후 중국의 통화신용정책 정상화와 자산가격 조정 가능성에 따른 실물경제 파급영향을 가늠하기 위해서는, 최근의 통화량 및 은행신용의 팽창이 과연 실물경제의 발전 속도에 비추어 얼마나 적정한 수준인지, 특히 최근의 자산가격 상승이 은행의 레버리지 확대에 따른 초과신용공급에 의해 발생한 것인지 등에 대한 분석이 선행될 필요가 있다.

구체적으로 본 연구를 통해 구명하고자 하는 논제는 다음과 같다. 첫째, 글로벌 위기 이후 중국의 유동성 및 은행신용의 초과공급 정도에 대한 평가이다. 즉, 중국의 통화팽창 등 거시적 유동성과 은행 신용공급의 추이는 어떠하며, 이가 실물경제의 발전 속도와 대비하여 어떠한 수준인지 분석해 보고자 한다. 둘째, 초과유동성, 초과은행신용, 투자 및 자산가격 간의 실증적 관계 분석이다. 즉, 위기 시의 비정상적인 유동성 및 은행신용의 증가가 과연 투자 및 자산가격의 급속한 상승을 야기하였는지, 그렇다면 그 정도는 어떠한지에 대해 분석해 보고자 한다. 셋째, 향후 초과유동성의 감축 속도 및 파급효과에 대한 전망이다. 즉, 향후 긴축기조 전환에 따라 예상되는 신용조정 충격이 실물경제 및 자산시장에 미치는 위험요인과 파급효과는 어떠

한지를 전망해 봄으로써 우리 경제에 대한 시사점을 도출해 보고자 한다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 제2절에서는 중국의 통화정책 제도 및 운용 현황에 대해 개괄적으로 살펴보고, 은행신용과 실물투자, 자산시장의 최근 추이와 더불어 유동성과 은행신용의 초과공급 정도에 대해 분석해 본다. 제3절에서는 초과유동성, 초과신용공급, 투자 및 자산가격 간의 관계에 대한 VAR 모형을 추정하고 분석 결과를 제시한다. 제4절에서는 최근 빠르게 상승하고 있는 중국의 인플레이션 위험과 이에 대응한 통화신용정책의 긴축기조 강화 및 예상 파급효과에 대해 전망해 보며, 마지막으로 제5절에서는 우리 경제에 대한 시사점을 살펴보고 결론을 제시한다.

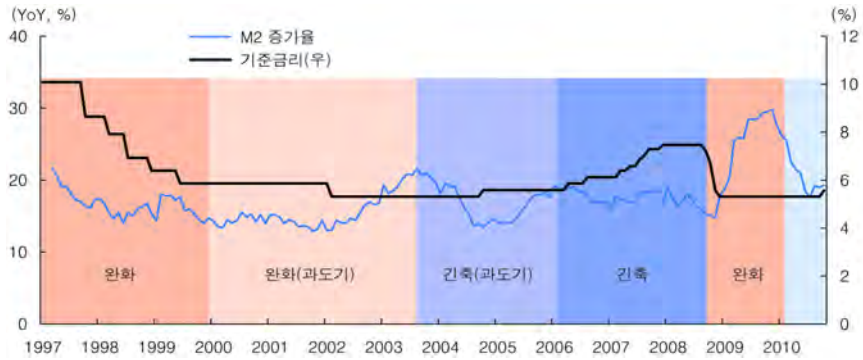
제2절 중국의 통화정책과 은행신용

1. 중국의 통화정책 개관

가. 통화정책 변화 추이

중국 통화당국은 아시아 금융위기 이후 대내외 경제환경의 변화에 따라 경제성장을 뒷받침하기 위해 통화정책기조를 완화와 긴축 간 적절한 강도로 조절하여 왔다. [그림 2-1]은 아시아 외환위기 이후 중국의 통화정책을 완화, 긴축 및 과도기의 세 국면으로 분류하여 보여주고 있다. 완화기조는 일정 기간 중 기준금리의 연속적인 인하 등, 정부가 다양한 통화정책 조절수단을 이용하여 유동성을 방출하는 정책을 의미하며, 긴축기조는 일정 기간 중 기준금리의 연속적인 인상 등 통화수단을 이용하여 유동성 증가를 억제하는 정책을 의미한다. 그리고 과도기는 양자의 중간단계로서 이 기간에는 상대적 완화 혹은 긴축 기조하에 통화조절수단의 사용 강도 및 빈도가 상대적으로 약하다는 특징이 있다. [그림 2-1]에 나타난 바와 같이 1997년 아시아 위기 이후 중국의 통화정책기조는 다음과 같이 변화한 것으로 특성화해 볼 수 있다.

[그림 2-1] 중국의 통화정책기조 변화



자료: CEIC.

1) 1997~2000년 완화기: 저물가 · 저성장에 따른 경기 활성화 시기

1997년 아시아 금융위기와 홍수재해가 잇달아 발생하면서 1998년과 1999년에는 디플레이션과 경기둔화세가 가시화되었다. 이에 따라 경제성장률이 7%대로 하락하였으며, 통화당국은 금리인하와 신용한도 확대 등 완화적 통화정책과 투자확대 조치를 실시하여 경기 활성화를 유도하였다. 이에 힘입어 1999년 하반기부터 경기는 회복세를 보이기 시작하였다.

2) 2001~03년 완화 과도기: 안정적 고성장 지속 시기

이 시기에 중국경제가 디플레이션에서 벗어나 안정적인 성장세를 보임에 따라, 이를 뒷받침하기 위해 동 기간 중 2002년에 한 번 기준금리 인하를 단행하였다. 안정적 고성장이 지속되는 가운데 M2는 10%대 중반에서 점차 높아지기 시작하였으며, 이는 2004년 인플레이션 상승의 한 원인이 되었다.

3) 2004~06년 긴축 과도기: 고성장 및 인플레이션 상승 시기

2003년도 하반기부터 경제성장률이 10%로 높아지면서 빠른 경기팽창 현상이 나타났으며, 2004년 들어 물가도 빠르게 상승하여 인플레이션 압력이 가중되었다. 이에 따라 중국 통화당국은 2004년도 하반기부터 금리인상 및 투자규제 강화 등의 긴축기조로 선회하였다. 이러한 조치에 따라 2003년 하

반기 각각 21.6%, 23.5%에 달하던 통화량 및 은행대출 증가율은 2004년 상반기 이후 크게 둔화되었다.

4) 2007~08년 긴축기: 경기과열 및 인플레이션 현실화에 따른 긴축 강화 시기

2007년에 접어들면서 높은 투자율에 힘입어 상반기 성장률이 14%에 달하는 고성장이 이루어지는 과정에서 경기과열 우려가 가중되면서 긴축정책이 강화되기 시작하였다. 특히 2007년 하반기부터 가시화된 물가상승이 2008년 1분기 8%에 달하면서 긴축정책이 본격화되었다.

5) 2008~10년 완화기: 글로벌 금융위기 이후 경기부양 시기

2008년 말 리먼사태 발생 후 글로벌 유동성의 급격한 위축현상이 나타나자 중국 및 세계 주요국들은 경기부양적 완화정책으로 급선회하였다. 중국은 4조위안 규모의 경기부양책을 발표하였으며, 이러한 확장적 재정정책을 뒷받침하기 위해 완화적 통화정책이 실시되었다. 이에 따라 2009년 중 은행대출 증가율과 M2 증가율은 각각 31.0%와 26.5%에 달하여 사상 최고치를 기록하였다.

6) 2010년 이후 긴축 과도기: 빠른 경기회복에 따른 통화신용정책 정상화 시기

이 시기에는 4조위안 규모의 경기부양책에 힘입어 중국경제의 회복세가 빠르게 실현되었으나 경기부양의 후유증으로 자산가격 상승, 인플레이션 압력 누적, 지방정부 투자의 급속한 확대 등 부작용이 나타남에 따라 통화신용정책의 정상화 필요성이 부각되었다. 이에 따라 통화당국은 2010년 11월과 12월에 금리인상을 단행하여 긴축정책으로의 본격적인 전환을 시작하였다.

나. 통화정책의 목표 및 수단

「중국인민은행법」에 따르면 중국 통화정책의 최종 목표는 "통화가치의 안정을 통해 경제성장을 보장"하는 것으로 규정되어 있다. 단, 통화정책의 실제 운용목표는 대내외적 환경 변화에 따라 다양한 방향으로 유연하게 설정

〈표 2-1〉 중국의 통화정책수단

통화정책수단	내 용	실시효과
기준금리	– 은행 예금 및 대출 금리를 기준금리로 설정 – 중국인민은행이 상업은행들의 예금 및 대출 금리에 대한 직접 조정을 통해 유동성의 수급과 가격을 조절	•••
창구지도	– 중앙은행이 상업은행의 대출규모에 대해 규정·통제하는 수단	••
지급준비율	– 외화보유 규모가 큰 상황에서 지준율 조정을 통해 초과지급준비금 규모를 조정(상대적으로 빈번히 사용)	••
공개시장조작	– 중앙은행이 공개시장에 개입하여 시장가격으로 유가증권 등을 매매함으로써 유동성 조절 – 중국 공개시장 규모가 작고 금리의 시장화 정도가 낮아 한계가 존재 – 인민은행이 일정한 금융기관에 중앙은행 어음을 판매하는 등의 행정적 행위가 존재	•
재할인율	– 활성화되지 않음.	
위안화 환율 조정	– 외환보유액을 확충하고 위안화 환율을 일정 수준으로 유지하기 위해 인민은행은 인민폐를 발행하여 외화를 지속적으로 흡수 – 따라서 정부의 외환시장에 대한 개입은 통화량을 조절하는 중요한 수단	••

자료: 인민은행 자료를 참고하여 정리함.

되고 있다. 중국 통화당국이 통화정책 운용 시 주요 목표로 고려해 온 대내외적 요인은 경제성장, 대내적 인플레이션과 대외적 위안화 환율의 안정을 포함하는 개념으로서의 통화가치 안정, 경제구조 균형, 고용 안정, 국제수지 균형 등 5개 목표인 것으로 평가되는데, 경제환경의 변화에 따라 통화정책 결정 시 이러한 5개 목표의 중요도와 순위가 변화해 왔다. 즉, 초기에는 경제성장 및 통화가치의 안정이 중심적인 운용목표로 설정되어 왔으나, 중국 경제의 점진적 개방, 글로벌 경제 내 위상 강화 및 경제발전전략의 변화 등으로 최근에는 통화가치 안정과 경제구조 균형 달성이 점차 강조되는 추세이다.[1]

중국 통화정책의 수단으로서는 기준금리인 예대금리 조정, 행정수단인 창

구지도, 공개시장조작, 지급준비율 및 재할인율 조정 등이 있으며, 각 수단의 효과에 따라 우선순위와 사용빈도가 결정된다.[2] 중국의 통화정책 운용은 중국 금융시장의 특성에 따라 정책수단, 정책효과의 작용 및 파급경로 등에서 선진국과는 많은 차이점을 보이며 행정적 수단의 운용 비중이 높다는 점이 특징적이다.

1) 예금 및 대출 기준금리 조절

선진국에서 콜금리가 기준금리로 운용되고 있는 것과는 달리 중국의 기준금리는 상업은행의 예대금리로 설정되어 있으며, 이는 중국의 단기자금시장 미발달로 금리자유화가 아직 이루어지지 못했기 때문이다. 이에 따라 금리의 시장결정 정도가 낮은 중국에서는 공개시장조작 수단만으로 시중 유동성을 효율적으로 조절하지 못하는 한계가 있다. 중국인민은행은 상업은행들의 예금 및 대출 금리에 대한 직접 조정을 통해 유동성의 수급과 가격을 조절하며, 이는 중국의 금융시스템이 은행 위주의 간접금융체제이며 은행부문 또한 국유은행 위주로 이루어져 있다는 점에서 그 실효성이 확보되고 있다.[3] 기준금리인 은행 예대출금리의 조절은 시장 기대, 실물경제 유동성 등에 직접적인 영향을 미쳐 경제성장, 인플레이션 등에 대한 가장 효과적인 통화정책수단으로 작용하며, 따라서 기준금리의 인상 혹은 인하가 중국 통화정책 기조의 본격적인 변화 신호로 해석되고 있다.

2) 창구지도

중앙은행은 상업은행의 대출규모에 대해 개입·통제하는 수단으로 은행별 대출규모 이외에 업종별 대출 규모 및 기준 제한을 이용해 목표 산업에 대한 유동성 공급을 조절하기도 한다. 실제로 과거 정부가 에너지산업에 대한 대출을 강제 중단시키는 사례가 있었으며, 또한 2010년 들어서는 부동산 담보대출의 기준을 높이고 부동산 개발업체에 대한 대출을 일시 중단시키기

---

1 趙海云,「中國貨幣政策体系框架研究」, 人民大學, 2008. 7 참고.
2 중국인민은행(www.pbc.gov.cn) 참고.
3 李奕濱,「我國貨幣政策效果評价理論与實証分析」, 同濟大學, 2007. 12 참고.

도 하였다. 이러한 비시장적 수단은 국유은행 위주의 금융시스템하에서 가능하였으나, 최근에는 민간은행의 비중이 점차 확대되면서 동 수단의 효율성이 하락하고 부정적 효과도 점차 커지고 있다.

3) 지급준비율

중국에서는 대규모로 유입된 외화를 흡수하기 위해 불가피하게 늘어난 시중 유동성을 조절하는 주요 방식으로 지급준비율 조정이 빈번하게 사용되고 있다.[4] 지준율의 변동은 유동성의 확장 혹은 긴축에 미치는 효과가 강하며, 또한 상업은행 경영성과에 대한 영향도 크기 때문에 일반적으로 신중하게 사용되는 통화조절수단이다. 그러나 중국의 경우 무역흑자가 지속됨에 따라 위안화 환율을 일정 수준에서 유지하기 위해서는 중앙은행이 외화 흡수를 위해 위안화를 대거 공급해야 하는 상황이다. 따라서 지준율 조정이 유동성을 조절하고 인플레이션을 방지하는 유효한 수단이 되고 있다.

4) 공개시장조작

중국은 채권시장의 규모가 크지 않고 시장시스템 발전이 아직 미흡하여 금리의 시장결정 정도가 낮고 시장참가자 또한 제한적이다. 따라서 중국에서 공개시장조작은 통화량 조절효과가 제한적인 것으로 평가되고 있다. 중국인민은행은 2002년 9월부터 본원통화의 조절수단으로 중앙은행 채권을 발행해 왔는데, 경쟁입찰방식과 단일금리 결정방식(dutch auction)을 채택하고 있다. 초기 3개월물 위주에서 점차 1년물 이상의 발행도 확대되고 있으나, 발행금리가 은행 간 시장금리보다 낮아 실행적인 측면에서 금융기관에 일정 부분 강제로 중앙은행 채권을 인수시키는 등, 공개시장조작에 있어 행정적인 색채가 강한 편이다.

이상에서 살펴본 통화정책수단 이외에 외환시장에 대한 개입도 통화량에 직접적인 영향을 미치며, 따라서 중국 특유의 통화조절수단이 되고 있다. 주지하다시피 외자유입 규모와 무역흑자 규모가 확대됨에 따라 중국 외환보유

---

4 王國剛, 「2011中國經濟展望及貨幣金融政策趨勢」, 中國社會科學院, 2011. 1 참고.

액의 증가세가 지속되고 있는 상황이며, 이는 관리환율체제하에서 환율을 일정 수준으로 유지하기 위해 인민은행이 인민폐를 발행하여 외화를 흡수함에 따른 결과이다. 중국인민은행은 외화매입에 따른 통화증발요인을 일부 상쇄하기 위해, 중앙은행 채권 발행이나 은행의 지급준비율을 높여 통화를 흡수하는 불태화 개입(sterilized intervention)을 실시하거나, 국부펀드 등을 통해 유입되는 외국자본에 상응하는 해외자산을 매입하는 영구적 불태화 개입을 시도하여 왔다. 그러나 무역흑자 및 외자유입의 규모가 커 이러한 불태화 개입에는 한계가 있으며, 결과적으로 위안화 환율의 목표수준 변동과 이에 따른 외환시장 개입이 시중 유동성과 통화량의 변동을 야기하는 유의한 정책수단이 되고 있다.

2. 글로벌 위기 이후 유동성 현황

가. 금융위기 이후의 완화적 통화정책

글로벌 금융위기로 2008년 하반기 이후 선진국의 경기침체가 가속화되는 가운데, 중국 역시 수출둔화와 부동산가격의 하향 조정이 지속되며 경기하강 압력이 본격화되었다. 특히 2008년 4분기의 경제성장률이 6.8%로 아시아 외환위기 시의 경기 저점과 비슷한 수준으로 급락하자, 중국의 경제정책은 긴축에서 확장정책으로 급선회하였다. 사상 최대 규모인 4조위안의 재정정책 시행과 함께 이를 뒷받침하기 위한 완화적 통화정책이 실시되면서 기준금리 인하, 창구지도 실시, 위안화 환율 고정 등 사용 가능한 통화정책수단을 모두 활용하여 2000년 이후 가장 확장적인 통화정책이 운용되었으며, 그 결과 유동성지표인 M2 증가율이 사상최고치에 달하였다.[5]

대규모 경기부양책에 힘입어 중국경제가 2009년 1분기 중 저점을 통과한 후 본격적인 회복 국면으로 진입하면서 위기 시의 완화적 유동성 공급에 따른 자산가격 상승, 인플레이션 기대심리 확산 등의 부작용이 나타나게 되었다.

---

5 한국은행 해외조사실, 「중국의 대규모 경기대책 추진의 영향과 문제점」, 2009. 3 참고.

〈표 2-2〉 글로벌 금융위기 이후 중국의 통화정책 완화조치

통화수단	금융위기 이후 완화정책
기준금리	– 2008년 8~12월 중 기준금리를 7.47%에서 5.31%까지 연속 인하
창구지도	– 2008년 말 4조위안의 부양책 실행에 따라 정부 주도의 대형 인프라사업이 잇달아 개시되면서 은행대출이 급격히 상승 – 경제회복을 위해 은행대출에 대한 사실상의 제한 철폐 – 2009년 신규 은행대출은 9.6조위안으로 사상 최대 규모
지급준비율	– 2008년 10~12월 지준율을 17.5%에서 15.5%까지 인하
공개시장조작	– 인민은행 채권 매입에 따라 채권금리가 급격히 하락
위안화 환율 조정	– 2008년 8월~2010년 6월 사실상 대달러 페그제 실시, 대달러 위안화 환율을 6.83 수준에서 유지

자료: 인민은행 발표자료를 참고하여 정리함.

이에 따라 통화신용정책 정상화의 필요성에 대한 정부의 인식이 강화되면서 2010년 들어 통화정책 완화기조가 점차 약해져 긴축 과도기로 선회하였으며, 인민은행의 채권금리 인상에 이어 지준율 인상이 단행되었다.[6]

2010년 4월 남유럽의 재정위기 확산으로 글로벌 경제의 재침체 우려가 제기되는 가운데, 중국의 긴축 행보도 일시적으로 중단되었다. 그러나 중국이 성장세를 지속하면서 인플레이션 위험이 가중됨에 따라, 22개월 만인 10월과 12월, 그리고 2011년 2월과 4월에 금융기관의 기준금리가 1년 만기 예대금리 기준 25bp씩 네 차례 인상되었으며, 지준율도 지속적으로 상향 조정되는 등 긴축정책이 점차 강화되고 있다. 아울러 [그림 2-4]에 나타난 바와 같이 2010년 6월 위안화 절상도 재개되면서 2009년 들어 잠시 절하되었던 위안화의 실질실효환율이 다시 절상되기 시작하였다.

나. 초과유동성에 대한 평가

글로벌 위기 이후 중국의 완화적 통화정책에 따라 유동성이 급증하였다. 통화유통속도(money velocity)가 일정하다는 전제하에 실질 GDP 증가율과

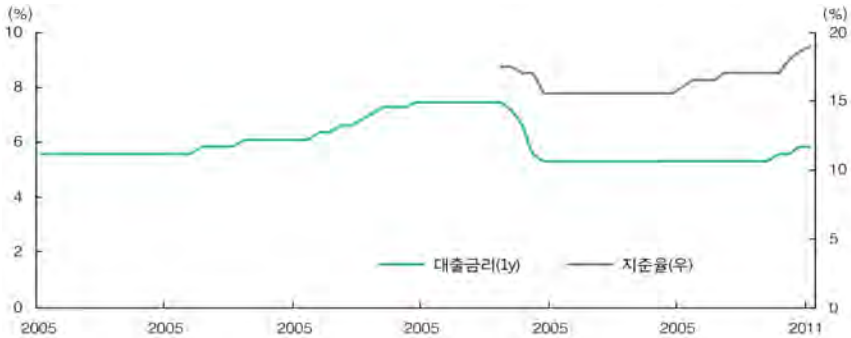
6 潘敏, 「經濟夏蘇下的非常規貨幣政策推出–理論分析与中國的選擇」, 『世界經濟研究』, 2010. 12 참고.

〈표 2-3〉 2010년 이후 중국의 통화정책 긴축 조치

조치	긴축정책 내용
금리인상	– 2010. 10. 20. 대출금리와 예금금리 각각 25bp 인상 (1년 만기 대출금리: 5.31% → 5.56%; 1년 만기 예금금리: 2.25% → 2.50%) – 2010. 12. 26. 대출금리와 예금금리 각각 25bp 인상 (1년 만기 대출금리: 5.56% → 5.81%; 예금금리: 2.50% → 2.75%) – 2011. 2. 9. 대출금리와 예금금리 각각 25bp 인상 (1년 만기 대출금리: 5.81% → 6.06%; 예금금리: 2.75% → 3.00%) – 2011. 4. 6. 대출금리와 예금금리 각각 25bp 인상 (1년 만기 대출금리: 6.06% → 6.31%; 예금금리: 3.00% → 3.25%)
은행 창구지도	– 2010년 중 신규 은행대출 목표를 7.5조위안으로 설정하고, 이를 위해 분기별로 대출상한을 조절 – 지방정부대출플랫폼 신용위험을 통제하기 위한 조치 시행 – 부동산담보대출 기준 상향 조정, 3주택 보유자 대출금지 등 부동산업에 대한 은행대출 통제
공개시장조작	– 인민은행 채권 매각에 따른 채권금리의 상향 조정
지준율 인상	– 2010. 1. 18. 지준율 50bp 인상(15.5% → 16.0%) – 2010. 2. 25. 지준율 50bp 인상(16.0% → 16.5%) – 2010. 5. 10. 지준율 50bp 인상(16.5% → 17.0%) – 2010. 11. 16. 지준율 50bp 인상(17.0% → 17.5%) – 2010. 11. 29. 지준율 50bp 인상(17.5% → 18.0%) – 2010. 12. 10. 지준율 50bp 인상(18.0% → 18.5%) – 2011. 1. 20. 지준율 50bp 인상(18.5% → 19.0%) – 2011. 2. 24. 지준율 50bp 인상(19.0% → 19.5%) – 2011. 3. 25. 지준율 50bp 인상(19.5% → 20.0%) – 2011. 4. 21. 지준율 50bp 인상(20.0% → 20.5%) – 2011. 5. 18. 지준율 50bp 인상(20.5% → 21.0%) – 2011. 6. 20. 지준율 50bp 인상(21.0% → 21.5%)
위안화 절상	– 2010. 6. 19. 위안화 절상을 재개하여 2011. 6월 현재 대달러 위안화 환율 5% 절상

자료: 인민은행 발표자료를 참고하여 정리함.

[그림 2-2] 기준금리와 지급준비율 추이



자료: CEIC.

[그림 2-3] 인민은행 채권금리 추이



자료: CEIC.

[그림 2-4] 위안화 환율 추이



자료: CEIC.

[그림 2-5] 초과유동성 추이(GDP 증가율 기준)



자료: CEIC.

[그림 2-6] 초과유동성 추이(산업생산 증가율 기준)



자료: CEIC.

CPI 상승률의 합, 또는 실질산업생산 증가율과 CPI 상승률의 합을 통화수요 증가율의 대리지표로 보고, M2 증가율과 통화수요 증가율 간의 차이를 통해 초과유동성의 변화 수준을 추정해 볼 수 있다.

[그림 2-5]에 나타난 바와 같이 실질 GDP 증가율과 CPI 상승률의 합과 M2 증가율 간의 격차는 2009년 중 22%p에 달하여 초과유동성 수준이 사상 최고치에 달했던 것으로 평가된다. [그림 2-6]에 나타난 실질산업생산 증가율과 CPI 상승률의 합과 M2 증가율 역시 비슷한 추세를 보여주며, 동 격차는 2009년 중 18%p에 달하였다. 2010년에 들어 통화정책이 다시 긴축기조로

〈표 2-4〉 글로벌 유동성 규모 추정

(단위: 10억달러, %)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
						1/4분기	2/4분기
글로벌 유동성 (A)	2,827	2,921	3,183	4,735	5,714	5,962	6,008
전년동기대비 증가율	8.2	3.3	8.9	48.8	20.7	4.3	0.8
글로벌 유동성 (B)	5,259	5,954	7,319	9,186	10,057	10,507	10,485
전년동기대비 증가율	21.2	13.2	22.9	25.5	9.5	4.5	−0.2

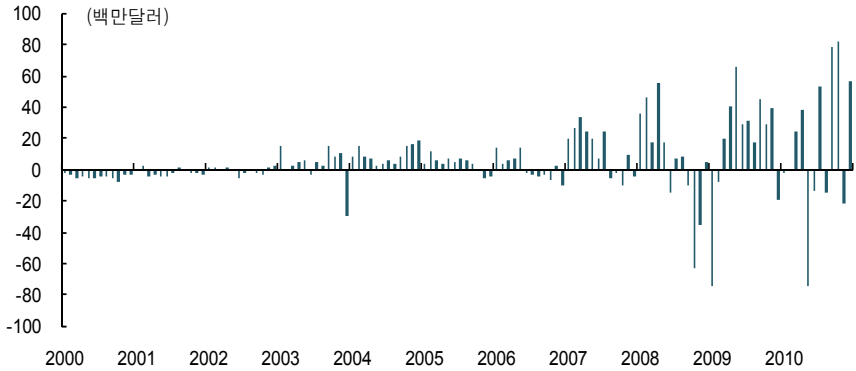
주: 글로벌 유동성 (A)는 미 FRB의 본원통화+세계 주요국이 보유한 미국채권, 글로벌 유동성 (B)는 미 FRB의 본원통화+전 세계 외환보유액 규모임.
자료: 현대경제연구원.

전환됨에 따라 유동성의 회수와 생산의 빠른 회복에 따른 통화수요 증가로 동 격차는 2010년 하반기에 GDP와 산업생산기준 모두 2003년 이전 수준인 6~7%대로 다시 하락하였다. 그러나 2007~08년 글로벌 금융위기 이전 중국의 통화긴축기에 동 격차가 0%대로 하락하였음을 감안하면, 아직도 M2 증가율을 기준으로 볼 때 5~6%p 이상의 긴축 여지가 존재하는 상황으로 유추해 볼 수 있다.

이러한 초과유동성의 증대는 중국의 완화적 통화정책과 같은 대내적 요인에도 기인하지만 해외자금의 유입에 의해서도 촉발되고 있다. 주요국의 완화적 통화정책으로 글로벌 유동성이 급속히 늘어나고 세계경제의 불균형이 지속됨에 따라 캐리 트레이드 자금 등 해외자금이 중국에 대거 유입되었다. 기축통화인 미 달러화 등으로 공급된 유동성을 기준으로 본 글로벌 유동성은 최근 5년간 두 배 가까이 증가하여 6~10조달러 수준에 이르고 있는 것으로 추정된다. 특히 2010년 11월 미국은 6천억달러 규모의 2차 양적완화정책을 발표하였으며, 향후 3차 양적완화정책의 가능성도 배제하지 않고 있어 글로벌 유동성의 확대는 당분간 지속될 전망이다.

이러한 글로벌 유동성의 확대를 배경으로 중국경제의 회복세 지속과 금리 및 위안화 절상 기대 등에 따른 핫머니 유입이 지속되고 있으며, 이는 중국의 초과유동성 문제를 가중시키는 요인으로 작용하고 있다. [그림 2-7]은 외환보유액 증가분에서 무역수지와 FDI 순유입액을 차감하여 추정한 중국의

[그림 2-7] 핫머니 유출입 추정액



주: 핫머니 유입액을 '외환보유 증가액-무역수지-FDI 순유입액'으로 추정함.
자료: CEIC.

핫머니 유출입 규모를 보여준다.[7] 동 추정치에 따르면, 2003년 이후 중국에 유입되기 시작한 핫머니가 2007년부터 유의하게 확대되어 왔으며 변동성 또한 높아지고 있음을 알 수 있다.

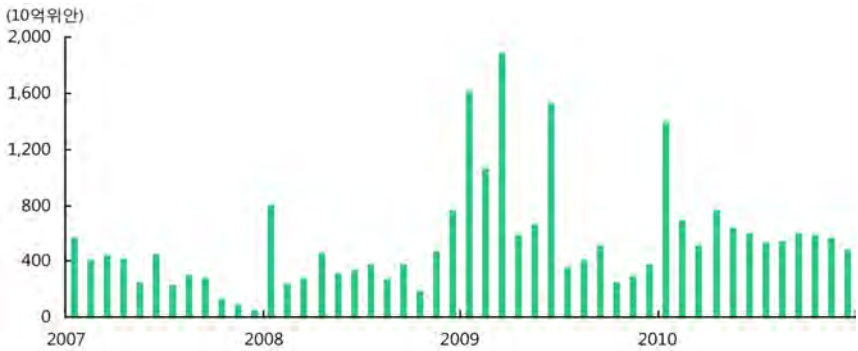
3. 은행신용의 초과공급 정도와 투자 및 자산시장

가. 은행신용의 최근 증가 추이와 평가

글로벌 위기 이후 확장적 경제정책의 실시로 통화공급과 더불어 은행대출이 빠르게 증가하였다. [그림 2-8]에 나타난 바와 같이, 2008년 11월 중국정부의 대출규제 완화조치 이후 은행권의 대출 규모가 급속히 확대되면서

7 본고에서 정의한 핫머니 유출입 규모는 외환보유액의 증가분에서 무역수지와 FDI에 따른 순유입액만을 차감하여 추정하므로 엄밀한 의미에서 서비스수지나 무역신용과 같은 포트폴리오 유출입도 핫머니에 포함되어 과대 또는 과소 추정의 가능성이 있다. 그러나 서비스수지의 일부는 경상거래와 관계없이 단기적인 수익을 목적으로 한 핫머니일 가능성도 지적되고 있어 보다 실수요에 기반한 경상거래라 생각되는 무역수지를 기준으로 하였으며, 무역신용과 같은 단기외채도 중국정부가 연도별로 매우 엄격한 한도를 정해 관리하고 있어 실제 규모는 크지 않은 것으로 추정된다. 참고로 2010년의 경우 중국의 단기외채 한도는 324억달러에 불과하다.

[그림 2-8] 은행의 신규대출 추이



자료: CEIC.

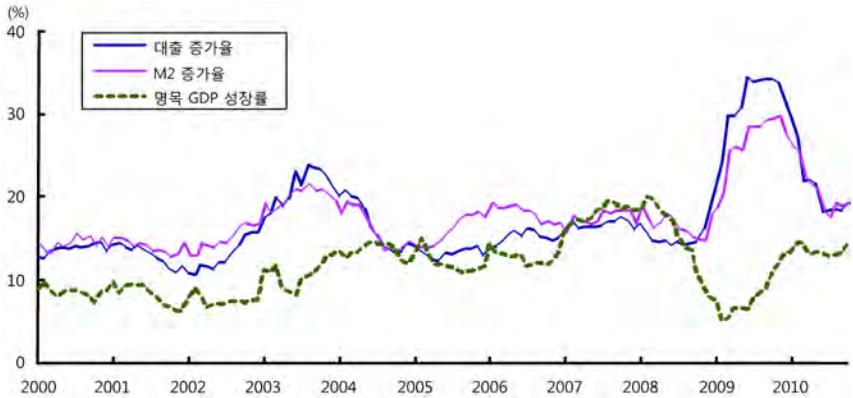
2009년 중 신규대출 규모가 9.6조위안으로 전년대비 195% 증가하였다. 이에 따라 전년동기대비 은행대출 잔액 증가율은 2009년 평균 30%를 초과하여 과거 고성장기에 비해서도 은행의 대출공급이 매우 높은 수준에 달하여 과잉 신용공급에 대한 우려가 제기되었다.

은행부문의 신용공급이 실물경제 대비 어느 정도가 과연 적정하며, 현시점에서 중국경제에 초과신용공급이 존재하는지, 만일 존재한다면 그 정도가 어떠한지를 평가하는 것은 쉽지 않은 과제이다. 먼저 은행대출의 과거 추세를 보면, [그림 2-9]에서 보듯이 은행대출 증가율은 M2 증가율과 매우 유사한 추이를 보여준다. 이는 자본시장의 발전이 미흡한 상황에서 시장성 자금조달에 의한 은행의 대출 확대가 여의치 않기 때문에 주로 예금통화 공급을 통해 대출재원이 조달되고 있음을 시사한다. 2000년 이후 중국의 은행 대출 증가율은 연평균 15~20% 수준을 유지하였으며, 2003~04년 중 신용팽창기에도 대출 증가율이 최고 연 25% 수준에 불과하였다. 이러한 과거의 경험에 기초하여 볼 때, 2009년 연 35%에 달하는 대출 증가율은 비정상적으로 높은 수준이었음을 알 수 있다.[8]

통화 및 은행 신용에 대한 수요 증가가 실물경제 규모를 나타내는 명목 GDP 증가에 일정 수준 비례한다고 가정해 볼 수 있다. [그림 2-9]에서

8 葛蘭, 「我國貨幣政策傳導的信貸渠道研究」, 西南財經大學, 2007. 4 참고.

[그림 2-9] 은행대출 및 M2 증가율, GDP 성장률 추이



자료: CEIC.

2009년의 M2 및 은행대출 증가율과 명목 GDP 성장률 간의 갭은 2003년 신용팽창기에 비해서도 상대적으로 큰 폭으로 확대되었음을 알 수 있다. 은행대출 증가율은 2009년 하반기 이후 M2 증가율과 함께 다시 빠르게 하락하여 2010년 하반기에 20% 수준을 하회하고 있으며, 이에 따라 명목 GDP 성장률과의 갭도 많이 해소된 상황이다. 그러나 2009년 은행대출 증가율과 명목 GDP 성장률 간의 갭이 워낙 커서 대출잔액 측면에서는 중국경제 내 초과신용 문제가 여전히 해소되지 못하고 있을 가능성이 크다.

이러한 관점에서 증가율 개념이 아닌 수준 변수를 이용하여 초과신용공급의 정도를 가늠해 볼 수 있다. 최근 G20를 통해 제시된 바젤III 은행건전성 규제 개혁안에는 경기대응적 완충자본(countercyclical capital buffer)의 적립을 통해 은행신용의 경기순응성을 완화토록 하고 있는데, 신용 순환주기를 파악하는 지표로서 명목 GDP 대비 은행신용(credit to GDP ratio) 변수를 사용할 것을 권고하고 있다(BCBS 2010. 7). 동 지표는 신용호황기(credit boom) 이후의 급격한 조정(burst)에 대해 일정한 선행성이 있으며, GDP 대비 비율로서 표시되기 때문에 경제규모의 증가와 GDP 경기순환에 따른 일상적인 은행신용에 대한 수요 변동을 효과적으로 제어할 수 있다는 점에서 경제 내 초과신용의 변화를 파악하기 위한 유용한 지표로 논의되고 있다.[9]

[그림 2-10] GDP 대비 은행대출 비율

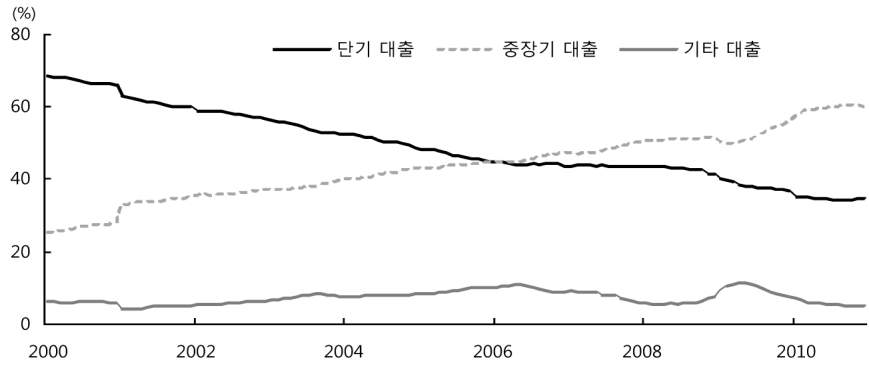


[그림 2-10]은 명목 GDP 대비 은행대출의 비율 추이를 보여준다. 그림에 나타난 바와 같이 1997년 아시아 위기 이후 중국경제의 GDP 대비 은행대출 비율은 평균 1.06 수준으로 매우 안정적인 평균회귀(mean-reverting) 성향을 보이고 있다. 2010년 말 현재 명목 GDP 대비 은행대출 비율은 1.2 수준인데, 동 비율이 장기평균 수준으로 회귀한다고 가정하면 현재 명목 GDP 대비 약 14% 정도의 초과신용이 공급되고 있음을 알 수 있다. 그림에 나타난 바와 같이 장기적으로 완만하게 상승하고 있는 추세를 고려하더라도 2010년 말 현재 약 10% 정도의 초과신용이 존재하는 것으로 보이며, 과거 패턴에서 보듯이 GDP 대비 은행대출 비율의 순환적 측면까지도 감안한다면 단기적으로 동 비율이 추세선 이하로도 하락할 수 있어 향후 1~2년간 은행대출의 디레버리징(deleveraging) 규모가 작지 않을 수 있음을 알 수 있다.

한편, 중국 은행대출의 미시 구조를 살펴보면, 최근 10년간 대출잔액 중 중장기 대출비중이 23%에서 60%까지 확대되어 만기의 단기화에 따른 유동성 위험은 외견상 높지 않아 보인다. 이러한 만기 구조의 개선은 정부가 주도한 투자 위주의 성장전략과 최근 부동산 경기 호황에 따른 부동산 금융 활성화에 기인하는 것으로 판단되는데, 특히 4조위안의 투자계획이 발표된

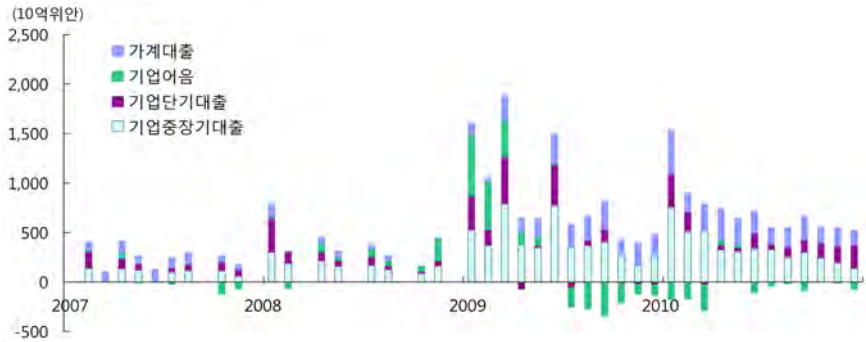
9 실제로 바젤위원회는 GDP 대비 은행신용변수의 장기 추세로부터의 갭을 신용주기 파악의 대리변수로서 이용할 것을 권고하고 있는데, 이 경우 동 변수의 장기 추세는 금융심화(financial deepness) 등에 따른 구조적 변화를 반영하는 것으로 간주된다.

[그림 2-11] 은행대출 잔액 중 단기 및 중장기 대출 비중



자료: CEIC.

[그림 2-12] 은행 신규대출의 부문별 분포



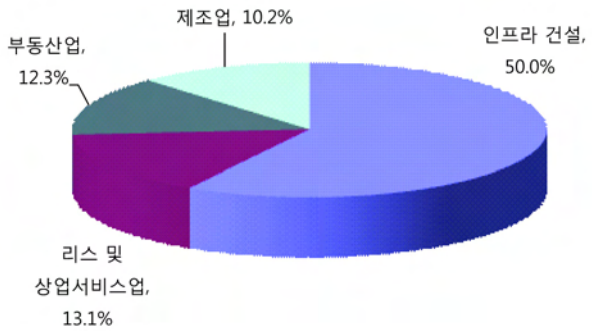
자료: CEIC.

이후 상업은행들이 정부의 대형 투자 프로젝트에 대한 대출 경쟁을 벌이면서 중장기 대출 위주의 신규대출이 급증하였다.[10]

은행대출 구성을 부문별로 보면, 2009년에는 신규대출 중 80% 이상이 기업대출로서 2009년 말 현재 중장기 대출은 주로 교통운송, 전력·가스·수도, 공공시설 등 인프라부문과 상업서비스업, 부동산, 제조업 등 4개 산업에 유입된 것으로 나타난다.[11] 특히 인프라부문의 비중이 절반 이상을

10 彭興運, 「适度寬松貨幣政策的中國信貸膨脹分析」, 『經濟學動態』, 中國社會科學院金融研究所, 2009. 8 참고.

[그림 2-13] 2009년 신규 중장기 대출의 산업별 분포



자료: 중국인민은행, 「中國貨幣政策執行報告」, 2009.

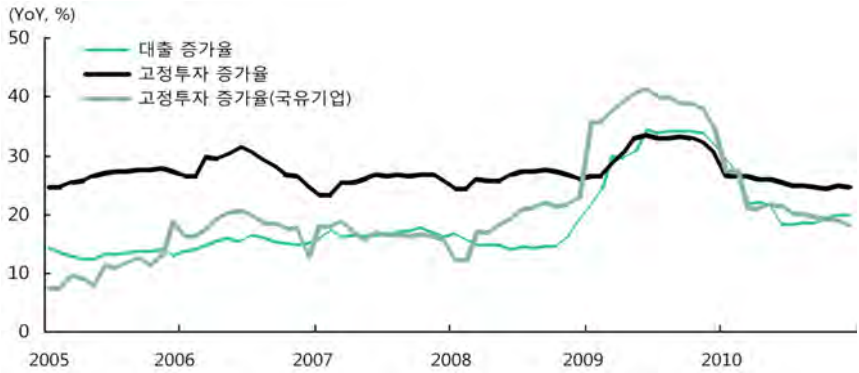
차지하면서 중앙정부가 기획한 투자부문에 대한 신규대출 규모가 크게 높아졌다. 따라서 신용위험의 부문별 집중위험이 높아진 것으로 판단된다. 2010년 들어 신규대출은 기업부문의 중장기 대출을 중심으로 축소되고 있으며, 특히 단기 기업대출의 비중이 상승하고 있어 대출기업의 차환위험도 높아지고 있다.

나. 은행대출과 고정투자

글로벌 위기 이후 급속히 늘어난 은행대출은 실물투자의 확대를 유발하였다. 은행대출 중 기업 중장기 대출과 인프라 건설 대출이 큰 비중을 차지하고 있다는 점은 상당한 규모의 신규대출이 정부 투자 프로젝트로 유입되었음을 반증한다. 은행대출이 정부 주도의 투자사업에 대거 유입됨에 따라 고정투자가 빠르게 확대되었는데, 중앙정부, 지방정부 및 국유기업의 투자 증가율은 2009년 중 각각 38%, 26%, 31%의 높은 수준에 달하였으며, 이에 힘입어 2009년 중 중국의 고정투자 증가율은 전년대비 31%를 기록함으로써 고정투자가 GDP에서 차지하는 비중이 약 65%에 달하였다. 2010년 들어 중앙 및 지방 정부와 국유기업의 고정투자가 감소하면서 전체 고정투자 증가율은

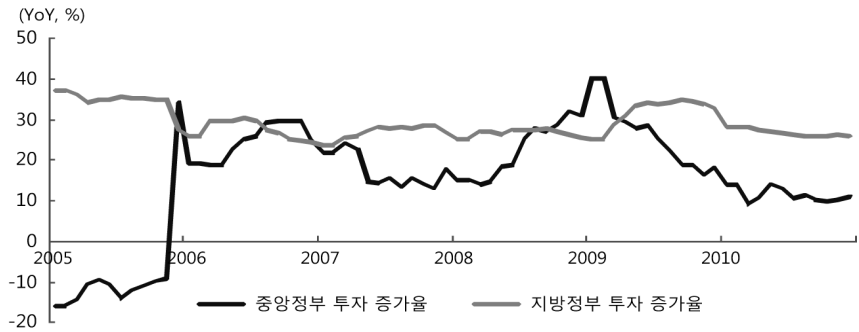
11 중국인민은행, 「中國貨幣政策執行報告」, 2009. 1. 2. 3. 4季度 참고.

[그림 2-14] 은행대출과 고정투자 추이



자료: CEIC.

[그림 2-15] 정부부문 고정투자 추이



자료: CEIC.

글로벌 위기 이전 수준으로 하락하였다.

은행 신규대출이 공공부문의 고정투자로 유입되는 과정에서 지방정부융자플랫폼의 부채가 증가하고 있어 주목된다. '지방정부융자플랫폼(Local Government Loan Platform)'이란 인프라 건설 등 공공투자자금을 조달하기 위해 지방정부가 설립한 금융회사를 지칭하며, 이들 회사는 지방정부가 지원한 토지, 주식, 현금 등을 기초 자본금으로 하여 은행대출 혹은 채권발행을 통해 자금을 조달, 인프라 건설과 공공 프로젝트에 투자하는 역할을 담당하고 있다.[12] 글로벌 금융위기 이후 시행된 4조위안의 경기부양책 중 1.18

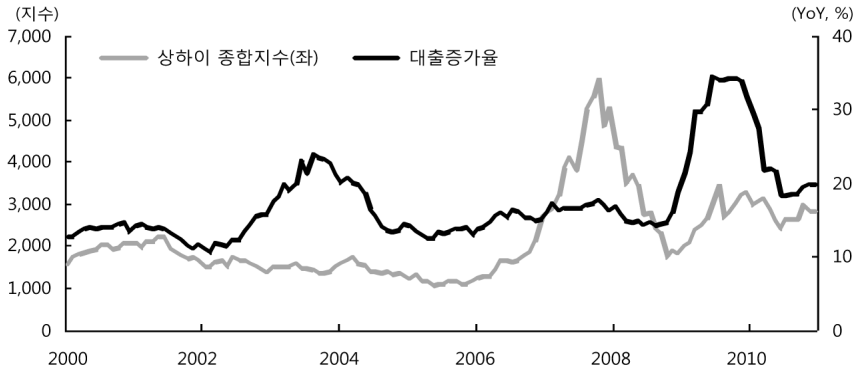
조위안의 투자 프로젝트에만 중앙정부가 자금을 투입하고 나머지는 지방정부와 민간기업이 부담하도록 함에 따라, 지방정부의 자금조달 수요가 급증하면서 2009년 초부터 지방정부융자플랫폼을 통한 자금조달이 확대되었다. 중국 은행감독위원회에 따르면, 2010년 6월 말 현재 지방정부융자플랫폼에 대한 은행대출 규모는 7.66조위안에 달하고 있어 향후 은행부문의 건전성에 영향을 미칠 수 있는 위험요인으로 지적되고 있다.

다. 은행대출과 주식시장

한편, 글로벌 위기 이후 급격히 늘어난 은행대출은 주식시장에도 대거 유입된 것으로 추정된다. 2000년 이후 주가와 은행대출 증가율 간 양(+)의 상관성이 높아져 동조화가 심화되었는데, 이는 은행대출의 증시 유입에 따른 유동성 효과에도 크게 기인하는 것으로 지적되고 있다.[13] 은행대출의 증시유입 규모를 추정하기는 쉽지 않으나 중국 국무원발전연구중심에 따르면 2009년 1~5월 중에만 본래의 대출목적과 다르게 주식시장에 유입된 대출금이 1조 1,600억위안으로 전체 대출의 19.9%에 달하며,[14] 현대경제연구원은 이에 기초하여 2009년 주식시장에 변칙적으로 유입된 은행대출자금의 규모가 1~2조위안에 달하는 것으로 추정하였다.[15] 이러한 은행대출의 증시유입 규모는 2008년 말 상하이와 선전의 주식시장 시가총액 12.1조위안의 8~16%에 달하는 작지 않은 규모이다. 이러한 대출의 변칙적인 증시유입은 주로 기업과 개인들을 통해 이루어지고 있는데, 중국은 은행계 금융기관이 자기계정으로 주식을 직접 취득하는 것을 금지하고 있으며 대출자금의 용도에서도 증시투자를 배제하고 있다. 그러나 기업들의 경우 설비투자나 사업 확장을 이유로 은행으로부터 장기 대출을 받아 자금사용 목적을 임의로 변경하여 증시에 투자하고 있으며, 개인은 주로 주택담보대출 용도로 획득한 대출을

12 魏加宁, 「地方政府投資平台風險的成因与對策」, 國務院發展研究中心, 2010. 5 참고.
13 王明濤, 「貨幣政策与股票市場流動性風險」, 『上海金融』, 2010. 12 참고.
14 魏加宁, 「1.16万亿信貸資金流入股市」, 國務院發展研究中心, 2009. 7 참고.
15 현대경제연구원, 『중국경제의 버블 가능성 점검 – 2009 중국 금융기관 대출의 문제점과 시사점』, 2010. 6 참고.

[그림 2-16] 주가와 은행대출



자료: CEIC.

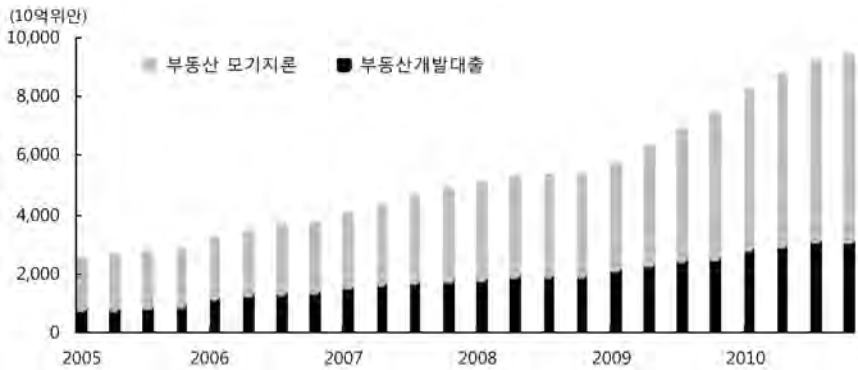
증시에 투자하는 것으로 알려지고 있다. 실제로 2009년 국유 대형기업이 정부가 지원한 일부 프로젝트 집행자금을 증시에 투자한 사례가 있었으며, 은행에서 상대적으로 낮은 이자율로 받은 대출을 자금사정이 어려운 중소기업에 다시 대여하는 일종의 암시장도 형성되고 있다.[16] 한편, 일부 중소기업의 경우 신규투자 의욕이 지속적으로 저하되는 가운데, 수익 창출을 위해 증시에 투자하는 풍조가 일시적으로 확산되었던 바 있다.

라. 은행대출과 부동산시장

글로벌 위기 이후 급격히 늘어난 은행대출은 부동산시장에도 유의한 영향을 미친 것으로 파악된다. 실제로 위기 이후 부동산 가격과 거래량이 급등하는 가운데, 상당한 규모의 은행대출이 부동산시장으로 유입되었다.[17] 은행의 부동산 관련 대출은 가계의 부동산 모기지론과 부동산업체를 대상으로 한 부동산개발 대출로 구성된다. 2009년 중 신규 부동산 관련 대출규모는 2.1조위안으로 총 신규대출 규모인 9.6조위안의 21%를 차지하고 있으며,

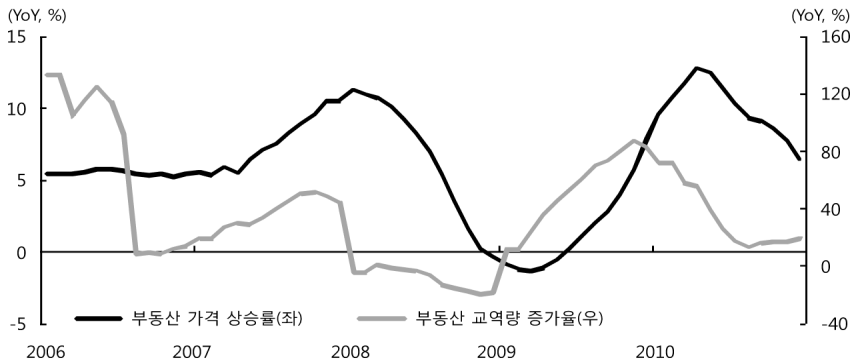
16 Xie, Andy, "Dark Side of Lending Boom," *China International Business*, 2009. 8 참고.
17 Koivu, Tuuli, "Monetary Policy, Asset Prices and Consumption in China," ECB 2010. 9 참고.

[그림 2-17] 부동산 대출규모 추이



자료: CEIC.

[그림 2-18] 부동산 가격 및 거래량 추이



자료: CEIC.

2009년 말 기준 부동산 모기지론과 부동산개발 대출잔액은 각각 4.8조위안과 2.5조위안에 달하였다.

은행대출의 유입에 따라 부동산 가격과 거래량이 급증하였다. 중국의 부동산가격은 전국지수 기준 2009년 4월부터 상승하기 시작하였으며, 이러한 가격 상승 추세는 2010년 상반기까지 지속되었다. 특히 상하이, 베이징, 선전 등 일부 대도시의 주택가격 상승률이 2009년 중 50%에 달하여 부동산시장의 과열이 우려되고 있다. 부동산개발 투자업체의 자금원을 살펴보면 은

행대출과 분양계약자들의 계약금이 빠르게 늘어난 현상이 관측되는데, 이는 은행대출과 정부의 부동산규제 완화정책이 부동산 개발투자 확대에 큰 영향을 미쳤음을 시사한다. 부동산가격이 급등한 반면 소득은 완만하게 상승하고 있으며, 임대료도 하락하고 있어 부동산시장의 과열 정도를 나타내는 지표인 소득 대비 주택가격 비율 및 임대료 대비 주택가격 비율이 계속 상승하여 왔다. 다만, 이러한 부동산시장의 과열 양상은 2010년 상반기 이후 정부의 부동산 긴축정책의 강화로 다소 진정되는 추세이다.

제3절 초과유동성, 대출, 투자 및 자산가격 간 관계에 대한 실증분석

지금까지 살펴본 바와 같이, 2008년 글로벌 금융위기 이후 중국의 대규모 경기부양책과 더불어 완화적 통화신용정책이 시행되면서 유동성이 급속히 증가하였으며, 여기에 선진국의 통화팽창에 따른 글로벌 유동성까지 추가 유입됨에 따라 중국의 실물투자와 부동산, 주식 등 자산가격이 빠르게 상승하였을 가능성이 크다. 이러한 초과유동성과 초과신용공급 충격에 따른 투자 확대 및 자산가격의 상승은 최근 중국의 부동산과열 억제책 및 점진적인 통화신용정책의 정상화와 더불어 어느 정도 해소되어 온 것으로 파악된다. 그러나 지속적으로 누적되고 있는 물가상승 압력에 대한 대응과정에서 위안화 절상과 통화신용정책의 정상화가 더욱 가속화하게 되면, 투자의 급격한 위축에 따른 경기둔화와 자산가격의 추가 급락에 따른 금융 불안정성 증대 가능성을 완전히 배제할 수 없는 상황이다. 본 절에서는 중국의 완화적 통화정책과 해외부문을 통한 단기자본유입 충격이 직접적으로, 또는 대출 등 은행부문을 통해 실물투자와 자산가격에 여하한 영향을 미쳤는지를 VAR 모형의 추정을 통해 실증적으로 분석해 보도록 한다.

VAR 모형을 이용하여 중국의 통화 및 신용 정책과 거시경제변수 간 관계를 분석한 실증연구들이 다수 존재한다. Chen(1989)은 5변수 VAR 모형을 이용하여 다양한 통화량 지표로부터 명목소득, 재정적자, 무역수지, 물가로의

안정된 인과관계가 존재함을 보이고, 중국에서 통화정책의 적정 운용목표로서 통화량 지표가 유용함을 주장하였다. Hsing and Hsieh(2004)는 생산량, 정부부채, 실질환율, 인플레이션 및 금리 또는 통화량을 변수로 한 VAR 모형을 이용하여, 단기적으로는 재정정책이 생산량 변동에 더 큰 영향을 미치나 장기적으로는 재정정책에 비해 통화정책이 더 효과적임을 보였다.

Liang and Teng(2006)은 1952~2001년 자료를 이용하여 VAR 모형을 추정한 결과, 중국의 경우 경제성장이 금융발전에 유의한 영향을 미치는 반면, 다른 나라와는 달리 금융발전으로부터 성장으로의 인과관계는 뚜렷하게 나타나지 않음을 주장하였다. 그러나 Suo and Yu(2006)는 VAR 모형을 이용하여 통화정책의 전통적인 통화채널과 은행신용채널을 비교한 결과, 생산물과 인플레이션에 대한 은행신용 충격의 효과가 더 유의하게 나타나며, 따라서 특히 중앙은행이 민간부문에 대한 신용공급을 모니터링하고 조절하는 것이 유용함을 주장하였다. Koivu(2010)는 1998~2008년 분기별 자료에 대한 구조(structural) VAR 모형을 추정하고, 중국의 통화정책이 주가나 주택가격과 같은 자산가격에 통계적으로 유의한 영향을 미치며, 이를 통해 다시 가계소비에 영향을 미치는 통화정책의 부(wealth)의 채널이 존재한다고 주장하였다.

한편, Bouvatier(2006)는 3변수 VAR 모형을 통해 중국의 핫머니 유입이 거시경제에 미치는 영향을 분석하였다. 그랜저 인과관계 분석 결과, 핫머니 유입이 중국의 국내 신용에는 큰 영향을 주지 않았으며, 장기적으로 최근의 핫머니 유입에도 불구하고 외환보유고와 국내 신용과의 관계가 안정적임을 보였다.

1. 분석자료 및 변수

중국의 통화정책 또는 해외부문을 통한 초과유동성 변화가 실물투자와 부동산, 주식 등의 자산가격에 어떠한 영향을 주었는지 그 파급경로와 영향의 정도를 분석하기 위해 간단한 VAR 모형을 설정하였다. 본 VAR 모형에 사용된 변수의 정의 및 시계열 추이는 〈표 2-5〉와 [그림 2-19]에 정리되어 있

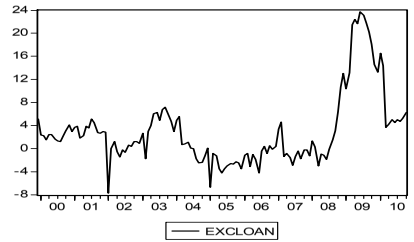
다. 주지하다시피 본 연구의 목적이 초과유동성이나 초과신용공급이 실물투자나 자산시장에 얼마나 과열을 야기하는가를 분석하는 데 있으므로, 상기한 기존의 실증연구들과 달리 본 VAR 모형에서는 전체 유동성, 전체 은행신용 변수보다는 초과유동성 및 초과신용공급 변수를 이용하며, 투자변수나 자산가격변수 또한 일정한 준거 대비 초과 변수를 이용한다.

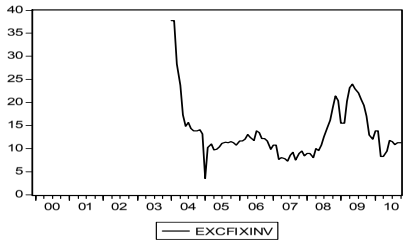
먼저 경제 내 초과유동성에 영향을 미치는 변수로서, 국내 통화공급 및 해외부문을 통한 유동성 증가효과를 파악하기 위해 초과 M2 증가율(EXCM2) 및 외환보유액 대비 핫머니비율(HOTMRATIO)의 두 변수를 이용하였다. 해외부문을 통한 자본유입의 경우, 경상수지나 직접투자 등을 통해 정상적으로 유입되는 부분은 위안화 환율의 변동이 제한된 상황에서 대부분 불태화되거나 통화 증가율에 반영된다고 보고, 자본통제가 어려운 핫머니의 유출입이 본원통화 변동에 포함되지 않는 해외부문을 통한 유동성 충격요인을

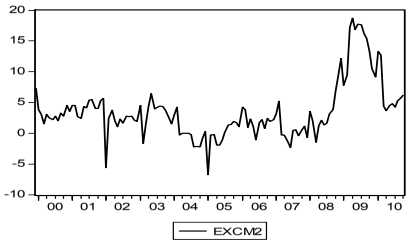
〈표 2-5〉 실증분석에 사용된 변수의 정의

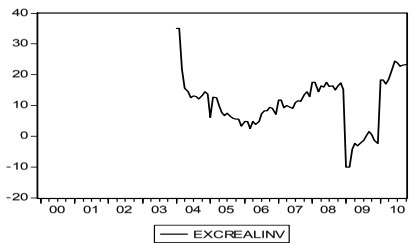
유형 및 변수		정 의	기 간
초과 유동성	초과M2 증가율 (EXCM2)	M2 증가율 – 명목산업생산 증가율	2000:1~ 2010:10
	핫머니비율 (HOTMRATIO)	핫머니/외환보유액 핫머니=외환보유액 증감액 – 무역수지 증감액 – FDI 순유입액	2000:1~ 2010:10
은행 신용	초과대출 증가율 (EXCLOAN)	상업은행 대출 증가율 – 명목산업생산 증가율	2000:1~ 2010:10
투자	초과고정투자 증가율 (EXCFIXINV)	명목고정투자 증가율 – 명목산업생산 증가율	2004:1~ 2010:10
	초과부동산투자 증가율 (EXCRREALINV)	명목부동산투자 증가율 – 명목산업생산 증가율	2004:1~ 2010:10
자산 가격	실질주가 상승률 (RSTOCKP)	상하이종합주가지수 상승률 – CPI 물가 상승률	2000:1~ 2010:10
	실질부동산가격 상승률 (RREALP)	70대 도시주택가격 상승률 – CPI 물가 상승률	2005:7~ 2010:10

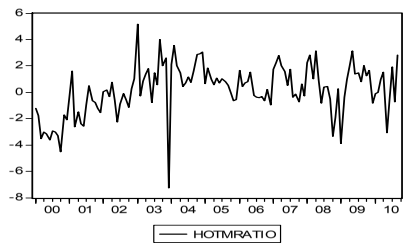
[그림 2-19] 실증분석 변수의 시계열 추이

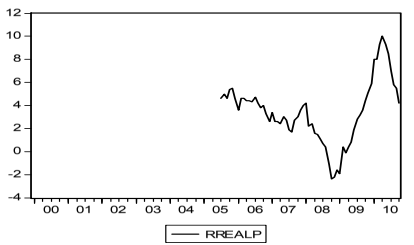


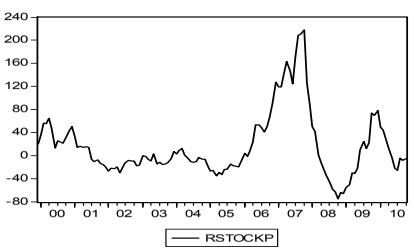












대리하는 것으로 보았다. 초과 M2 증가율(EXCM2)은 화폐수량 방정식에 의거하여 실질경제성장률과 물가상승률의 합을 대리하는 명목산업생산 증가율을 초과하는 M2 증가율로 정의하였으며, 외환보유액 대비 핫머니비율(HOTMRATIO)은 외환보유액 증감액에서 무역수지 증감액과 FDI 순유입액을 차감하여 추정한 핫머니 규모를 외환보유액으로 나누어 구하였다.

다음으로 중국경제 내의 초과유동성이 대부분 은행부문을 통해 실물투자 및 부동산부문으로 중개되고 있음을 감안하여, 실물경제의 성장 속도를 나타내는 명목산업생산 증가율을 초과하는 은행대출 증가율인 초과대출 증가율(EXCLOAN) 변수를 VAR 모형에 포함하였다. 실물부문과 부동산부문의 투자과열 정도를 나타내는 변수로는 명목고정투자 증가율에서 명목산업생산 증가율을 차감한 초과고정투자 증가율(EXCFIXINV)과 명목부동산투자 증가율에서 명목산업생산 증가율을 차감하여 얻은 초과부동산투자 증가율(EXCREALINV) 변수를 이용하였다. 마지막으로 자산가격변수로서는 명목주가 상승률에서 CPI 물가 상승률을 차감한 실질주가 상승률(RSTOCKP)과 명목부동산가격지수 상승률에서 CPI 물가 상승률을 차감한 실질부동산가격 상승률(RREALP) 변수를 이용하였다. 주가지수는 상하이 증권거래소의 종합주가지수를, 부동산가격지수는 중국 국가통계국이 발표하는 70개 도시 주택가격지수를 이용하였다.

모든 시계열 자료는 월별 자료이며, 분석기간은 개별 시계열의 과거 자료 유무에 따라 가능한 최장기간으로 설정하였다. 즉, 고정투자 및 부동산투자 VAR 모형은 2004년 1월부터 2010년 10월, 부동산가격 VAR 모형은 2005년 7월부터 2010년 10월, 주가 VAR 모형은 2000년 1월부터 2010년 10월이 분석대상 기간이다. 개별 변수들의 기본적인 통계적 특성은 〈표 2-6〉에 정리되어 있다.

2. 초과유동성, 초과은행대출, 투자 및 자산시장의 과열 정도

우선 본격적인 실증분석에 앞서 [그림 2-19]에 나타난 개별 변수의 시계열 추이와 〈표 2-6〉에 정리된 변수별 통계량에 근거하여 현 중국경제의

〈표 2-6〉 실증분석 변수의 통계적 특성

	초과M2 증가율 EXCM2	핫머니 비율 HOTMRATIO	초과대출 증가율 EXCLOAN	초과고정투자 증가율 EXCFIXINV	초과부동산 투자 증가율 EXCREALINV	실질부동산가격 상승률 RREALP	실질주가 상승률 RSTOCKP
평균	3.50	0.17	3.01	13.57	10.80	3.45	16.11
중위값	2.70	0.43	1.34	11.75	11.60	3.60	−3.04
최댓값	18.65	5.16	23.74	37.80	35.00	10.00	217.48
최솟값	−6.77	−7.24	−7.70	3.60	−10.00	−2.40	−74.97
표준편차	4.59	1.91	6.30	5.99	8.50	2.70	56.10
관측치 수	131	129	131	82	82	64	131

변수 간 상관계수

	EXCM2	HOTMRATIO	EXCLOAN	EXCFIXINV	EXCREALINV	RREALP	RSTOCKP
HOTMRATIO	0.04						
EXCLOAN	0.96	0.07					
EXCFIXINV	0.48	0.17	0.53				
EXCREALINV	−0.33	0.04	−0.31	0.13			
RREALP	−0.14	0.10	−0.14	−0.43	0.28		
RSTOCKP	−0.13	0.02	−0.10	−0.33	−0.04	0.16	

유동성 및 은행신용의 초과공급 수준과 투자 및 자산시장의 과열 정도를 개략적으로 평가해 보면 다음과 같다. 2010년 말 현재 초과 M2 증가율은 6.2% 수준으로 2009년 4월의 최고치 18.6%에 비해 상당 폭 하락한 상황이며, 따라서 통화당국의 유동성 환수가 이미 많이 진행되었음을 알 수 있다. 그러나 아직 평균치 3.5%에 비해서는 M2 증가율이 2.7%p 정도 추가 하락할 여지가 있으며, 평균치가 2009년의 높은 M2 증가율에 의해 편이(bias)될 수 있음을 감안하면 중단기적으로 초과공급이 완전히 해소되는 수준인 0%까지 M2 증가율이 6% 정도 추가 하락할 여지가 있다. 초과 은행대출 공급도 2010년 말 현재 6.2% 수준으로서 2009년 6월의 최고치 23.7%에 비해서는 크게 하락한 상황이다. 그러나 평균치 3.0%나 초과공급 해소 수준인 0%에 비해서는 3.2~6.2%p 정도 추가 감축될 여지가 존재한다. 종합하면 M2 및 은행대출은 향후 증가율 기준으로 각각 2.7~6.2%p, 3.2~6.2%p 정도 추가 긴축될 여지가 존재하는 것으로 분석된다.

초과고정투자와 초과부동산투자 증가율은 2010년 말 현재 11.3%와 23.4%로서 고정투자 증가율은 이미 평균 수준으로 하락한 상황이나, 부동산투자 증가율은 평균치인 10.8%보다 12.6%p 가량 크게 상회하고 있다. 이는 향후 부동산시장 부문에서 추가적인 투자량 조정이 상대적으로 크게 이루어질 수 있음을 의미한다. 부동산가격 측면에서는 실질부동산가격 상승률은 이미 4.2% 수준까지 하락하여 평균치 3.4%에 근접하고 있어 조정이 많이 이루어진 것으로 보인다. 실질주가는 이미 −4.9% 수준까지 하락하여 추가 하락의 여지가 크지 않은 것으로 판단된다.

종합하면 투자부문에서 고정투자는 아직 추가적인 둔화의 여지는 존재하지만 이미 초과 증가율이 많이 해소된 상황이나 부동산투자의 과열 정도는 여전히 상대적으로 큰 상황이며, 자산가격 측면에서는 주식시장의 과열 정도는 상당 폭 해소된 반면 부동산가격은 아직 하락의 여지가 남아 있다고 판단된다.

3. VAR 모형 추정 결과

본 절에서는 상기한 변수들을 이용하여 국내외 유동성 충격이 은행부문을 통해 투자 및 자산가격에 미치는 영향의 정도와 파급경로를 규명하기 위해 네 변수 VAR 모형을 추정하였다. VAR 모형의 시계는 SIC(Schwartz Information Criteria) 기준에 따라 모든 모형에서 최적 시차항 차수가 1로 나타남에 따라 다음과 같은 1시차 VAR 모형을 설정하였다.

$$Z_{t+1} = A Z_t + w_{t+1} \quad (1)$$

여기서 A는 계수행렬이고 w_{t+1}은 오차항 벡터이다. 충격반응함수를 도출하기 위해서는 순수한 외생적 충격요인을 식별하기 위해 오차항의 직교화(orthogonalization)가 필요한데, 본 연구에서는 변수의 순서가 영향을 미치지 않는 Pesaran and Shin(1998)의 일반화된 충격반응 분석기법을 적용하였다.

내생변수 벡터인 Z는 국내외 부문을 통한 잉여유동성 증가 정도를 나타내는 초과 M2 증가율(EXCM2) 및 핫머니비율(HOTMRATIO)과 은행부문을 통한 신용팽창 수준을 나타내는 초과대출 증가율(EXCLOAN)의 세 변수가 항상 포함되었으며, 네 번째 변수로서 이들 충격의 파급효과를 보기 위해 개별 VAR 모형마다 각각 투자부문 변수인 초과고정투자 증가율과 초과부동산 투자 증가율, 자산가격변수인 실질주가 상승률 및 실질부동산가격 상승률을 포함하였다. 여기서 상관계수가 매우 높은 초과 M2 증가율과 초과대출 증가율 두 변수가 항상 VAR 모형에 같이 포함된 이유는, 통화량 증가 중에서 은행부문의 신용창출을 통해 영향 받지 않은 순수한 충격 부분과, 은행대출 증가 가운데 통화량 증가가 아닌, 즉 예금부채의 증가에 따른 대출 확대 부분이 아니라 위험선호도 상승, 시장성 자금조달을 통한 대출 확대 등 은행의 신용행태 변화에 따른 초과신용공급 충격을 보다 순수하게 추출해 내기 위함이다.

먼저 투자부문 VAR 모형의 충격반응함수 분석 결과는 [그림 2-20] 및

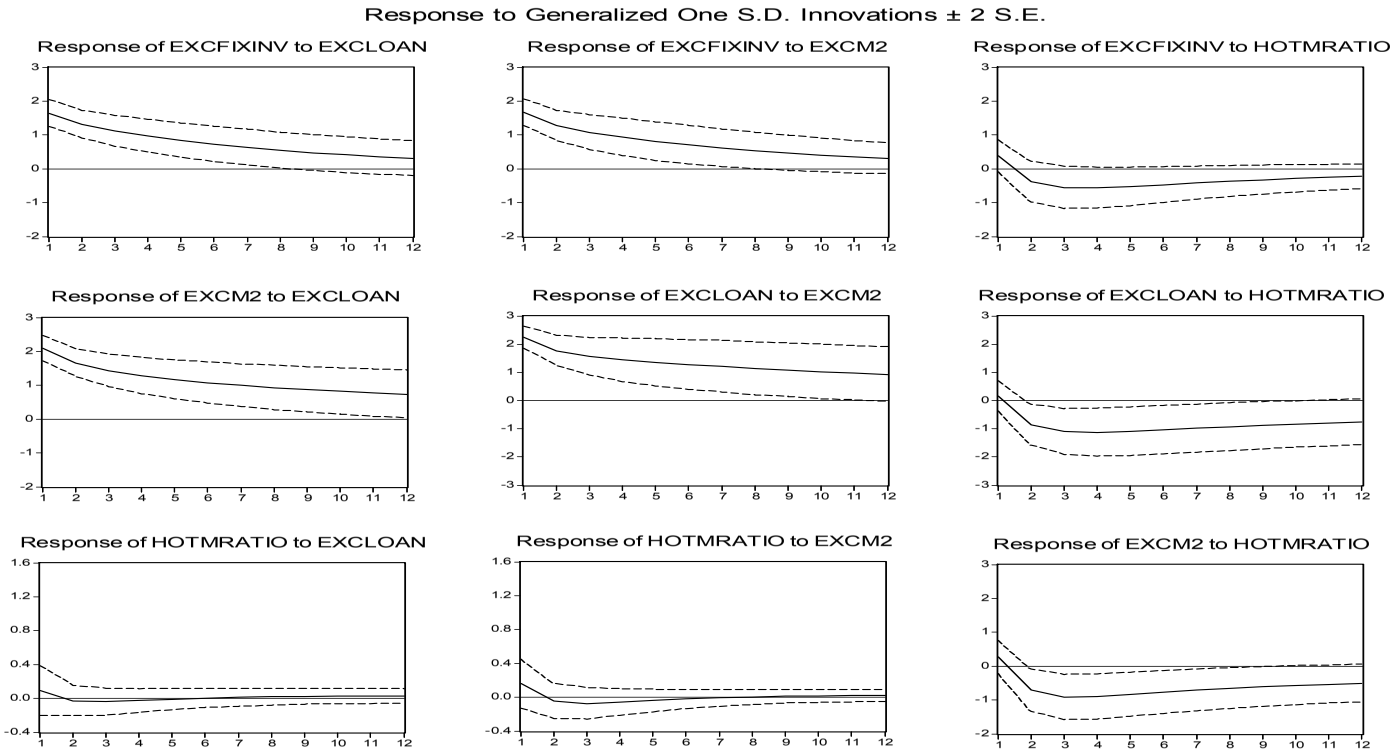
[그림 2-21]에 정리되어 있다. [그림 2-20]은 초과고정투자 증가율이 포함된 VAR 모형에서 한 단위 표준편차 충격에 대한 반응함수와 2 표준오차 신뢰구간을 나타낸다. 그림에서 보는 바와 같이 초과고정투자 증가율은 국내 초과 M2 증가율 충격과 초과은행대출 충격에 8~9개월에 이르는 유의한 양(+)의 반응을 보이고 있다. 그러나 해외부문의 단기자본 유입 충격은 크게 유의하지 않은 것으로 분석되었다. 아울러 초과 M2 증가율과 초과은행대출 증가율은 상호 간에 매우 유의한 양(+)의 영향을 받고 있어, 국내 잉여유동성 충격은 주로 은행대출의 과잉 증가를 통해 고정투자에 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 그러나 은행대출과 M2 증가율은 핫머니비율과는 상호 반응도가 크게 유의하지 않은 것으로 나타난다. 결론적으로 고정투자의 과열 정도는 해외부문을 통한 유동성 충격보다는 국내 통화팽창 및 은행대출의 급속한 증가를 통해 주로 영향 받고 있음을 알 수 있다.

[그림 2-21]은 부동산투자 증가율 VAR의 충격반응함수 추정 결과를 보여준다. 그림에서 보는 바와 같이 초과부동산투자 증가율은 핫머니 유입보다는 국내 통화 충격이나 신용공급 충격에 더 유의한 양(+)의 반응을 보인다는 점은 고정투자 증가율과 유사하다. 그러나 국내 통화 충격이나 은행대출 충격에 따른 반응이 상대적으로 단기에 소멸되고 있다는 점이 특징적이다.

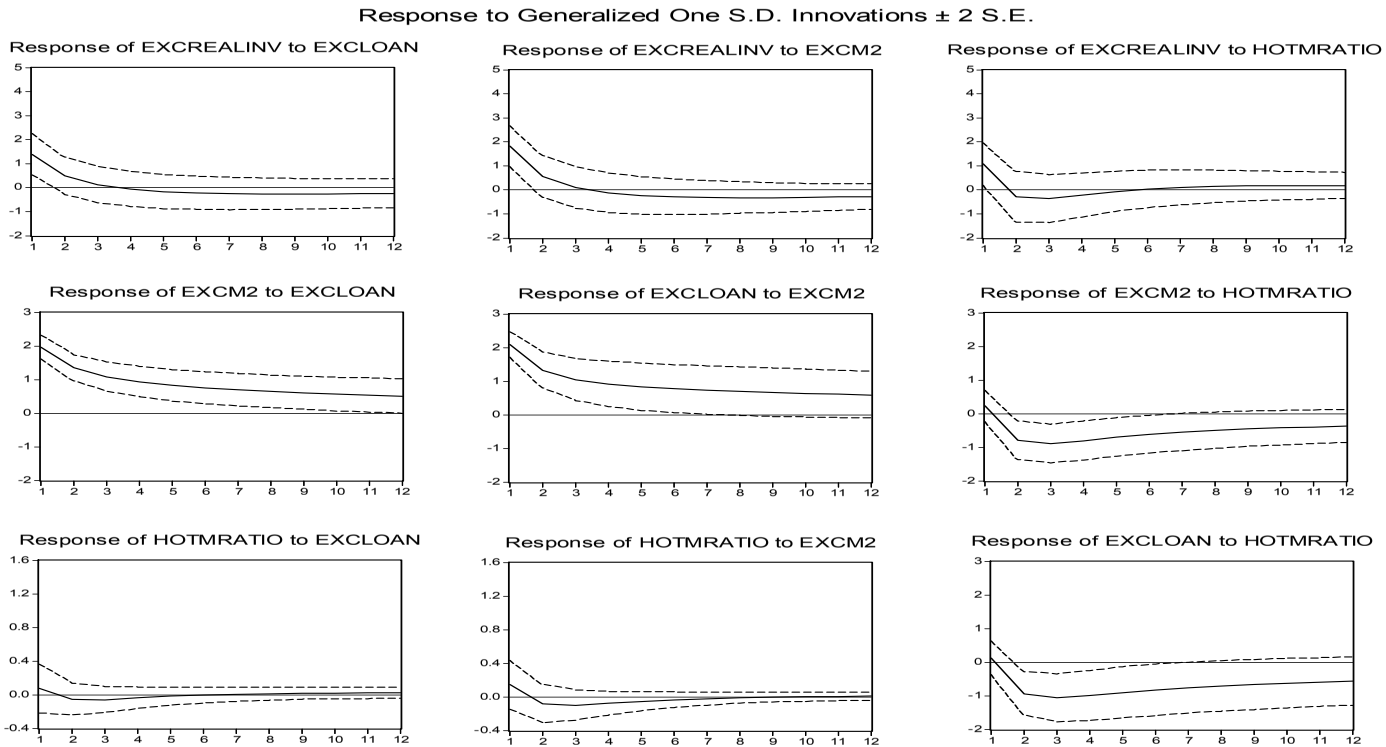
다음으로 초과유동성 충격이 자산가격에 미치는 충격반응함수는 [그림 2-22]와 [그림 2-23]에 정리되어 있다. 그림에 나타난 바와 같이 통화공급 충격이나 은행대출 충격이 부동산가격이나 주가에 미치는 영향은 충격반응함수 값 자체는 양(+)이지만 표준오차가 커서 통계적으로는 유의하지 않게 나타난다.[18] 그러나 본 VAR 모형에서는 인플레이션을 제거한 실질부동산가격 및 실질주가 상승률을 분석하고 있으므로, 통화공급이나 은행대출 확대가 명목부동산가격 및 명목주가에 영향을 미치지 않는 것은 아님을 유의할 필요가 있다. 오히려 통화공급 및 은행대출 확대가 인플레이션 상승을 유발하는 부분은 적어도 대부분 명목자산가격 상승에 반영된다고 볼 수 있다. 다만, 앞서의 고정투자 및 부동산투자 규모에 대한 분석 결과와 비교해 볼 때,

18 실질부동산가격 상승률 자료는 2005년 7월부터만 가용하여 관측치 감소에 따라 통계적 검증력에 한계가 있음을 유의할 필요가 있다.

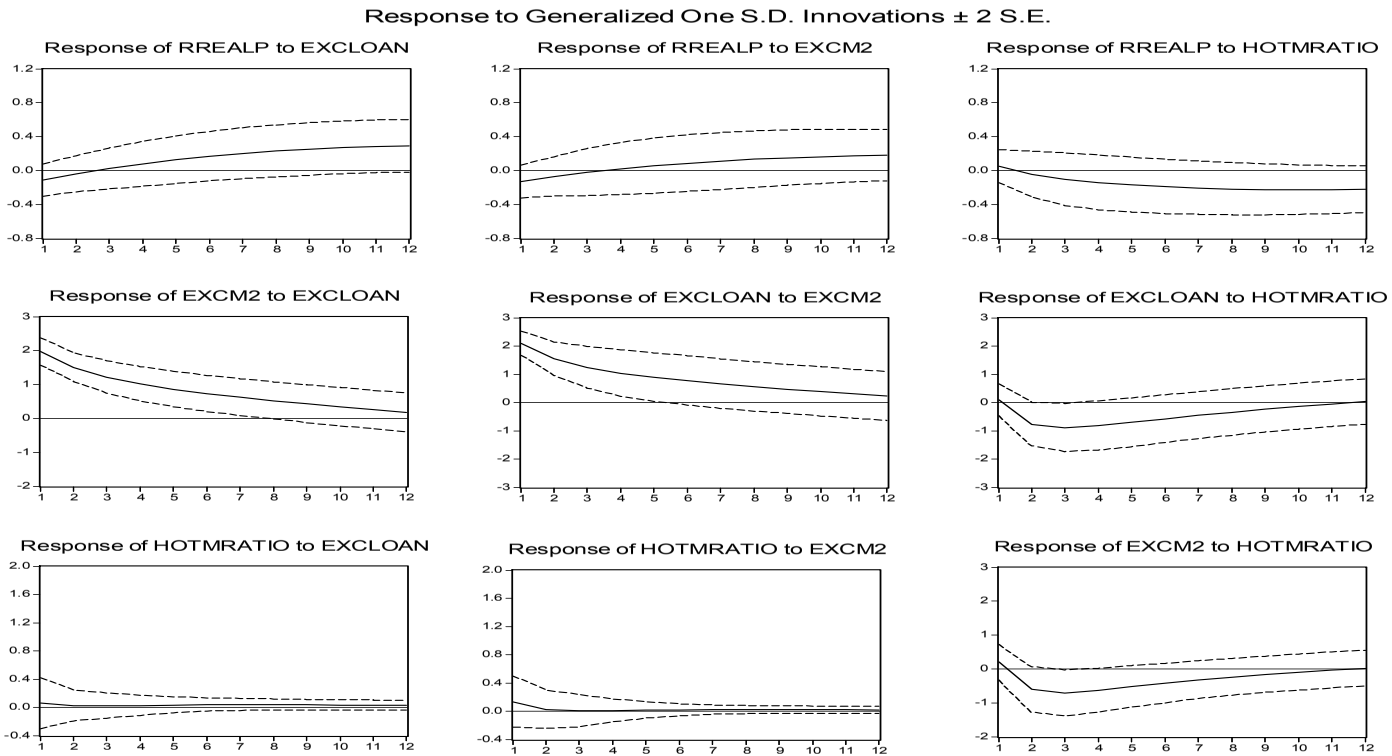
[그림 2-20] 초과유동성과 초과고정투자 증가율 VAR 모형 충격반응함수



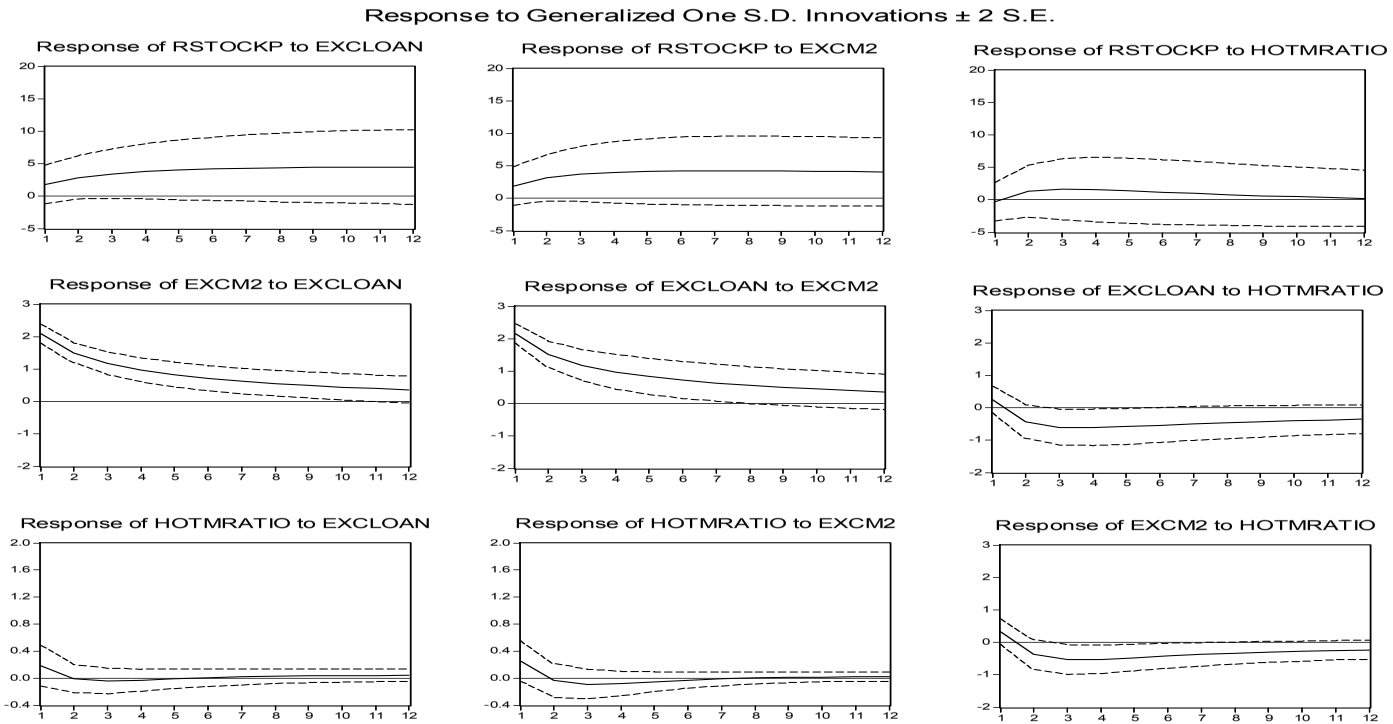
[그림 2-21] 초과유동성과 초과부동산투자 증가율 VAR 모형 충격반응함수



[그림 2-22] 초과유동성과 실질부동산가격 상승률 VAR 모형 충격반응함수



[그림 2-23] 초과유동성과 실질주가 상승률 VAR 모형 충격반응함수



통화공급 및 은행대출 충격은 자산가격보다는 투자량에 더 유의한 영향을 미치는 것으로 해석해 볼 수 있다. 한편, 해외부문의 핫머니 충격은 국내 통화 및 신용 충격에 비해 자산가격에도 별 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 분석되었다.[19]

이상의 분석 결과는 향후 중국의 통화정책이 지준율 및 기준금리 인상을 통해 본격적인 유동성 회수 국면으로 전환되는 경우 은행대출의 추가적인 위축을 통해 실물부문의 고정투자와 부동산투자에 부정적인 파급영향을 줄 수 있음을 시사한다. 예컨대 2010년 10월 기준 6.2%에 머물고 있는 초과 M2 증가율이 과거 평균 수준인 3.5%로 낮아지고(약 0.6 표준편차 충격에 해당), 초과은행대출 증가율 또한 현 6.2%에서 과거 평균 수준인 3%까지 낮아진다고 가정하는 경우(약 0.5 표준편차 충격에 해당), 이러한 충격이 모두 외생적이며 동시에 발생한다면 고정투자 증가율은 단기적으로 1.5%p 하락하며 누적적으로 보다 크게 하락할 것으로 예상 가능하다.

제4절 중국의 통화신용정책 기조 변화와 예상 파급효과

1. 인플레이션 위험과 통화신용정책의 긴축기조 전망

이미 살펴본 바와 같이 중국은 글로벌 위기 이후 대거 늘어난 유동성과 신용공급을 정상 수준으로 되돌리기 위한 통화신용정책 정상화의 행보를 시작하였다. 2010년 12월 3일 중앙정치국회의는 2011년에 '온건(穩健)한 통화정책'을 실시할 것을 제의하였는데,[20] '온건한 통화정책'이란 완화와 긴축의 중간단계로 해석할 수 있으며 따라서 당초 예상되었던 '완전한 긴축정책'으

19 핫머니 유입 충격에 대해 통화량 및 대출 증가율이 유의한 음(−)의 영향을 받는 것으로 나타나는 것은 일견 해석하기가 쉽지 않아 보인다. 그러나 본 VAR 모형에 사용된 핫머니 변수는 통화량과 밀접한 양(+)의 관계가 있을 것으로 사료되는 핫머니 규모 자체가 아니라, 외환보유액 대비 비율임에 유의할 필요가 있다.

20 「解讀2011宏觀經濟政策及走向」, 『人民日報』, 2010. 12 참고.

로의 선회에 대해 중국정부가 여전히 신중한 입장임을 시사한다. 2010년 중 중국경제는 과거 10년간 평균성장률인 9.7%를 다소 상회하는 10% 내외의 성장률을 달성한 것으로 추정되지만, 대외적으로 글로벌 경제회복에 대한 불확실성이 존재하고 대내적으로도 제12차 5개년계획 실시의 첫해인 2011년에 안정적인 성장이 요구된다는 점에서 본격적인 긴축정책의 실시에는 신중한 태도를 견지하고 있는 것으로 풀이된다.

비록 중국정부가 긴축정책의 실시에 대해서 신중한 입장을 견지하고는 있으나, 현재 경기상황을 종합적으로 판단할 때 2011년의 긴축 정도는 2010년에 비해 더욱 강화될 수밖에 없을 것으로 전망되는데, 그 주된 이유는 무엇보다도 높은 인플레이션 압력이 당분간 지속될 것으로 예상되기 때문이다. CPI 상승률은 2009년 11월 중 양(+)으로 전환해 상승세가 지속되면서 2010년 10월 5.1%에 달하였다. 2011년 1월 현재 CPI는 4.9%로 소폭 하락하였으나,[21] 정부의 3% 평균 목표치를 지속적으로 초과하고 있으며 인플레이션 기대심리도 가중되고 있다.

가. 인플레이션 위험

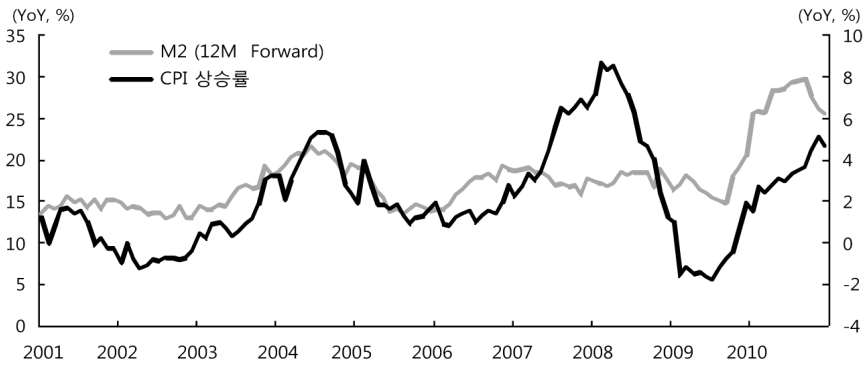
주지하다시피 인플레이션 압력요인은 수요 측면과 공급 측면을 구분하여 살펴볼 수 있다. 비록 최근 중국의 급속한 물가상승이 중국 곳곳에서 일어나는 자연재해로 인해 식료품가격이 상승하는 등의 일시적인 공급 측 요인에도 기인하지만, 보다 근본적인 원인은 전 절에서 살펴본 바와 같이 전반적인 시중 유동성의 증가와 같은 수요 측 요인에 있다.[22] [그림 2-24]는 M2 증가율과 CPI 상승률 간의 관계를 나타내는데, CPI 상승률과 12개월 이전 M2 증가율의 추세적 변동치 간 통계적 상관성이 매우 높은 것으로 나타난다. 특히 2003~04년 물가상승기에 CPI 상승률과 통화 증가율 간 관계가

---

21 식료품 가중치 하향 조정(식품과 술·담배 비중은 각각 2.21%p, 0.51%p 낮추고 주거 관련비 비중은 4.22%p 상향 조정)의 영향이 상당 부분 작용한 것으로 보임.

22 Bykere, Arpitha, "Inflation Risks Persist among Asia's Heavyweights," *Roubini Global Economics*, 2010. 12 참고.

[그림 2-24] 유동성과 CPI 추이



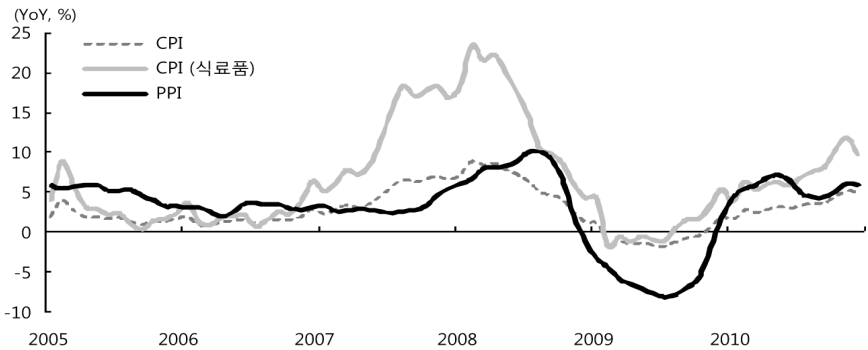
자료: CEIC.

뚜렷하게 나타나며, 2007~08년 물가상승기에는 두 변수 간 변동폭 차이가 비교적 큰데, 이는 이 시기에 공급 측 요인의 영향이 상대적으로 컸기 때문이다. 2009년 중 M2 증가율은 30%에 달하여 과거 최고치를 10%p나 상회하였는데, 이와 같은 급격한 유동성 확대가 최근 인플레이션 급등의 근본적 원인으로 작용하고 있다.

다음으로 공급 측 요인을 살펴보면, 우선 최근 중국의 인플레이션 상승은 국제상품 및 원자재 가격의 상승에 따른 '수입 인플레이션'으로서의 성격도 강하다. [그림 2-25]에 나타난 바와 같이 중국경제의 회복에 따라 수입이 지속적으로 확대되고 있는 가운데, 국제상품 및 원자재 가격 상승은 수입경로를 통해 중국 내 생산자물가에 직접적인 영향을 주고 있다. 아울러, 상품 및 원자재 가격의 상승과 더불어 2010년 겨울부터 중국 전 지역에서 지속되고 있는 극심한 가뭄으로 인해 곡물 생산량이 급감하면서 식료품가격의 급등도 물가상승을 가중시키는 요인이 되고 있다.

중국의 빠른 임금 상승은 인플레이션 우려를 가중시키는 또 하나의 요인이다. 경제 회복에 따라 노동력에 대한 수요가 증가하면서 중국의 임금상승률이 점차 위기 이전 수준으로 높아지고 있다. 2007년 이전 중국의 연평균 임금상승률은 약 13~14% 수준인데, 2007년 경기과열기에 18~19%로 높아진 후 글로벌 금융위기 시 11~12%로 하락하였으며, 2010년 중 다시 13~14%로

[그림 2-25] CPI와 PPI 추이



자료: CEIC.

상승한 상황이다. 2010년 초부터 전국 곳곳에서 임금인상 요구가 빈번하게 발생하는 가운데, 중국정부도 근로자 소득 향상과 빈부격차 해소, 내수촉진형 성장모형으로의 전환 등을 제12차 5개년 경제개발계획의 주요 목표로 설정하고 있어 향후 가파른 임금 상승이 예상된다.

이와 같이 최근 현실화되고 있는 인플레이션 추세의 지속성과 강도를 조망해 보기 위해서는 〈표 2-7〉에 나타난 바와 같이 과거 2003~04년, 2007~08년 물가상승기와의 비교 분석이 유용하다. 결론적으로 볼 때 이번 인플레이션은 지난 2007~08년과 비교하여 국제상품 및 원자재 가격 등 공급 측 압력이 상존한다는 점에서는 유사하지만, 경기과열 등 수요 측 압력이 상대적으로 낮기 때문에 연 5~6% 수준에서 안정화될 가능성이 높다. 그러나 누적된 임금인상 요구가 현실화되고 중동사태 등으로 국제상품 및 원자재 가격 불안이 지속되는 경우, CPI 상승률이 글로벌 위기 이전과 같이 7~8%에 달하게 될 가능성을 완전히 배제하기 어렵다. 이 경우 글로벌 위기 이전과 같이 인플레이션 압력에 대응하여 기준금리 상승이 예상보다 빠르게 이루어질 가능성이 있으며, 위안화 절상도 보다 가속화될 수 있다.

우선 최근과 2007~08년 물가상승기를 비교해 보면, 수요 측 요인이 주도했던 2003~04년 물가상승기와는 달리 수요와 공급 요인이 함께 작용하면서 물가가 상승하고 있다는 측면에서 유사하다. 그러나 현재 중국경제의

〈표 2-7〉 2000년 이후 중국 물가상승기의 비교

		2003~04			2007~08			2010~11		
CPI 상승률		저점	고점	상승기간	저점	고점	상승기간	저점	현재	상승기간
		03.6	04.7	13개월	06.7	08.2	19개월	09.7	11.1	18개월
		0.3%	5.3%		1.0%	8.7%		−1.8%	4.9%	
PPI 상승률		1.3% → 0.9%			3.58% → 6.62%			−8.2% → 6.6%(11.1)		
M2 상승률		2003. 8월 21.6%의 고점을 기록한 후 2004. 10월 13.5%까지 하락			2008. 1월 18.9%의 고점을 기록한 후 2008. 11월 14.8%까지 하락			2009. 11월 29.7%의 고점을 기록한 후 2010. 12월 19%까지 하락		
기간 중 GDP 증가율		10.1%			13.2%			10.7%		
기간 중 CBR상품지수		지수: 236 → 268 상승폭: 13.7%			지수: 346 → 413 상승폭: 19.1%			지수: 250 → 330(2011. 01 기준) 상승폭: 32.2%		
식료품 CPI 상승요인 및 물가상승 기여도		육류, 곡물 SARS로 인해 2003년 감산 (기여도: 33% 및 18%)			육류 돼지 청이병으로 인한 공급 충격 (기여도: 43%)			채소, 곡물 가뭄재해로 인한 공급 감소 (기여도: 30% 및 16%)		
비식료품 CPI 상승요인 및 물가상승 기여도		수도, 전력, 정유, 가스 등 가격 인상 (기여도: 6.4%)			수도, 전력, 정유, 가스 등 가격 인상 (기여도: 6.1%)			건축재료 등 가격 상승 (기여도: 5%)		
대응책	지준율 인상	2차례, 7.5%로 150bp 인상			17차례, 17.5%로 950bp 인상			8차례, 19.5%로 400bp 인상		
	기준금리 인상	1차례, 5.58%로 27bp 인상			7차례, 7.47%로 189bp 인상			3차례, 6.06%로 75bp 인상		
	행정수단	2004. 4월, CPI 상승률 1%p 상승 혹은 연속 3개월 4% 이상일 경우, 해당 지역에 정부가격 인상 임시중지 등 규제			2008. 1월 중요한 상품(곡물류, 식용유, 석유, 가스 등)에 대한 임시 가격조정 실시			2010. 11월 국무원회의에서 필요시 임시 가격조정 실시 방침 제시		

자료: CEIC; Bloomberg; 張智威, 「抗通脹成本有多高」, CICC, 2011. 1. 4.

경기과열 정도는 2007~08년에 비해 상대적으로 높지 않다. 최근 중국의 GDP 증가율은 10% 수준인 반면 2007~08년 당시 GDP 증가율은 평균 13.2%에 달하였으며, 이처럼 총수요가 과도하게 확대되는 경우에는 국제 상품가격 상승 등 공급 측 불안요인이 인플레이션을 가중시키는 효과가 더욱 증폭되어 나타난다. 둘째, 최근과 2007~08년 물가상승기의 공통 요인인 식료품 가격 급등도 그 내용과 인플레이션 기여도 면에서 상이하다. 2007년 돼지 청이병(青耳病) 파동으로 인한 돼지고기가격 급등은 역병의 파급 속도가 유례없이 빠르고 대응책도 미비하여 그 영향이 매우 컸지만, 현재 진행되고 있는 가뭄 등 자연재해의 영향은 다소 제한적일 것으로 분석되고 있다.[23] 또한 중국의 가뭄재해는 매년 발생하고 있는 장기적인 문제로서 정부의 각종 대응책도 점차 완비되고 있는 상황이다. 그러나 최근 중동사태 등으로 국제유가 등 상품 및 원자재 가격 불안이 지속되고 있어, 공급 측 요인이 CPI 상승률을 예상보다 빠르게 상승시킬 가능성을 주시할 필요가 있다.

중국정부는 2010년 말 인플레이션 억제를 위해 가격제한 등을 포함하는 10개 행정조치를 발표하였다. 그러나 현재와 같은 구조적 차원의 물가상승 압력은 행정수단만을 통해서는 쉽게 해소되기 어려울 것으로 생각된다. 앞에서 설명한 바와 같이 초과유동성이 잔존하여 인플레이션 기대심리가 높아지고 있으며, 국제상품 및 원자재 가격 등 수입경로를 통한 물가상승 요인과 더불어 임금 등 노동비용의 상승 압력이 상존하여 중국의 인플레이션 위험은 당분간 지속될 수밖에 없을 것으로 판단된다.

나. 통화신용정책의 긴축기조 전망

중국 통화당국이 향후 통화신용정책의 긴축 강도를 결정함에 있어 가장 중요한 변수는 경제 내에 남아 있는 초과유동성 및 초과신용공급의 정도와 인플레이션 압력의 현실화 속도일 것으로 사료된다. 전 절에서 분석한 바와 같이 초과유동성과 은행 초과신용은 최근 많이 해소된 바 있다. 인플레이션은

---

23 李晶,「如何衡量中國粮食産量与通脹的風險」, *The Wall Street Journal*, 2011. 2. 18.

[그림 2-26] CPI 상승률과 기준금리 및 지급준비율



2007~08년에 비해 아직은 상대적으로 완화된 수준으로 진행되고 있으며, 또한 현 거시경제 상황이 2007년과 같이 과열된 수준은 아니기 때문에 통화당국의 긴축 강도도 글로벌 위기 이전에 비해서는 상대적으로 그 강도가 약할 것으로 예상된다. 참고로 2007~08년 중 GDP 증가율은 3분기 연속 14%를 초과하였으며, CPI 상승률도 3개월 연속 8% 수준에 달하였다. 이에 대응하여 총 7차례의 기준금리 인상과 17차례의 지준율 인상이 단행되었으며, 이는 최근 중국의 통화신용정책 사상 가장 강도 높은 인플레이션 대응조치로 볼 수 있다. 반면, 이번 인플레이션 기간 중에는 현재까지 GDP 증가율이 10% 내외에 머물고 있어 경기과열 양상을 보이고 있지는 않다.

최근 중국 통화당국은 2010년 1월부터 2011년 6월까지 4차례의 기준금리 인상과 12차례의 지준율 인상을 단행하였으며, 이에 따라 M2 증가율은 고점에 비해 12%p 이상 하락하였다. [그림 2-26]에서 보는 바와 같이 2000년 이후 CPI 인플레이션과 예대금리 및 지급준비율 간의 관계가 현저히 동조화된 것을 알 수 있다. 이는 중국 통화당국이 기준금리 또는 지급준비율 조절 등과 같은 통화정책수단을 통해 인플레이션을 적정한 수준 이하로 통제하려는 정책적 의도를 반영한 결과이다. 특히 최근 중국인민은행은 기준금리보다는 지급준비율을 인상함으로써 인플레이션 압력 누적에 대응하고 있다. 이러한 정책대응은 적어도 현 단계에서는 인민은행이 지급준비율과 같은 양적 통화

수단을 선호하며, 예대금리와 같은 가격수단에 대해서는 보다 신중한 태도를 견지하고 있음을 의미한다. 이러한 인민은행의 정책수단 선호는 금리인상이 인플레이션 억제에 있어 보다 효과적일 수 있음에도 불구하고, 우선 시중의 초과유동성을 지급준비율 상향 조정을 통해 신속히 흡수할 필요가 있으며, 세계경제의 회복세가 뚜렷하지 않은 상황에서 연속적인 금리인상이 경기의 급속한 침체를 초래할 가능성이 있기 때문인 것으로 판단된다. 아울러 중국인민은행은 글로벌 유동성이 풍부한 상황에서 금리인상이 단기 해외자본 유입을 초래하여 위안화 절상 압력으로 작용할 가능성도 고려하고 있는 것으로 풀이된다.

인플레이션 억제를 위해 긴축 조치를 실시할 때, 경제성장에 대한 영향이 얼마나 클지도 중요한 고려 요인이다. 중국국제금융공사(CICC)의 추정에 따르면, 2003~04년 물가상승기에는 인플레이션 1%p 하락에 따라 GDP 증가율이 1.46%p 하락하였으며, 2007~08년 시기에는 인플레이션 1%p 하락에 따라 GDP 증가율이 0.11%p 하락하였다.[24] 비록 과거 수치상으로 볼 때 인플레이션 억제를 위한 긴축정책이 경제성장에 미치는 영향이 큰 편은 아니지만, 현재 경기상황은 위기 이후의 회복세가 아직 견고히 정착된 상황이 아니어서 이번 인플레이션 대응책 실시에 있어서는 상대적으로 보수적인 기조를 견지할 것으로 예상된다.

즉, 지난 인플레이션 경험을 감안할 때 향후 통화신용정책을 지속적인 긴축기조로 유지하는 것은 불가피하지만, 2007~08년과 같은 강도 높은 긴축을 실시할 가능성은 아직 높지 않다. 국내외 경제의 불확실성 상존으로 지속적인 성장을 보장하면서도 초과유동성의 회수를 통해 금융시스템의 경착륙을 방지할 수 있는 적정 긴축 강도에 대한 결정이 중국정부가 직면하고 있는 과제이다. 종합적으로 볼 때 2011년 중 실시될 통화정책은 2007~08년의 '완전한 긴축기조'에 비해서는 강도가 다소 완만하지만, 2010년에 비해서는 유동성 긴축 강도가 보다 강화될 것으로 판단되며 이는 2011년에도 물가상승 압력이 지속될 것이기 때문이다.

---

24 張智威, 「抗通脹成本有多高」, CICC, 2011. 1. 4.

이러한 정책기조하에 향후 통화 및 신용 공급은 전년대비 소폭 감소되는 수준에서 운용목표가 설정될 가능성이 높다. 2010년도 통화정책목표는 M2 증가율 17%, 연간 신용대출 7.5조위안이었으나, 실제 M2 증가율은 연평균 20.7% 상승하였으며, 신규대출도 7.92조위안으로 목표치를 초과한 바 있다. '제12차 5개년계획'의 핵심 목표인 경제성장구조의 전환을 고려하면, 향후 5년간 연 7%의 성장목표 설정이 유력시되지만 첫해인 2011년에는 성장 안정성을 보장하기 위해 8% 수준의 성장목표가 설정될 전망이다. 중국사회과학원의 2011년 전망에 따르면, 2011년 중 대출 증가율 및 M1, M2 증가율은 모두 2010년보다 낮은 수준인 15% 이내에서 유지될 것으로 예상되고 있다.[25] 이는 전 절의 분석 결과와 일관되는 수치이다. 전 절에서는 M2 증가율 기준 3~6%p 정도의 추가 긴축 여지가 있음을 보인 바 있다. 인민은행은 2011년 1월 31일 통화정책보고서에서 인플레이션 압력이 예상보다 강함을 지적하고, 2011년 M2 증가율 목표치를 16%로, 신규대출 목표치를 7조위안 이내로 설정하였다.

한편, 이와 같은 운용목표를 달성하기 위해 다양한 통화정책수단이 활용될 전망이다. 우선 공개시장조작과 은행 창구지도 등 일상적인 통화수단이 2011년에도 지속적으로 사용될 전망이며, 지준율은 2011년 6월 말 현재 21.5%로 이미 과거 10년 중 최고 수준에 달하고 있어 추가 인상폭은 제한적일 것으로 판단된다. 기준금리는 1년 만기 대출금리 기준 2011년 6월 현재 6.31%로서, 위기 이전 수준 7.74%를 감안하면 향후에도 추가적인 인상의 여지가 큰 상황이다. 물론 정치적인 요인의 영향이 크지만 위안화의 절상도 긴축 행보의 일환으로 점진적으로 진행될 것이며, 2011년 중 절상폭은 약 5% 내외가 될 것으로 전망된다.[26]

종합하면 2011년 통화신용정책 조합은 M2 증가율 15~16%(전년대비 5~6%p 하락), 은행 신규대출 6~7조위안(전년대비 0.9~1.9조위안 감소, 대출 증가율 기준 5~6%p 하락), 고정투자 증가율 20% 내외(전년대비 5%p 수준 하락), 위안화 절상폭 5% 내외 등으로 예상되며 기준금리도 1%p 내외 상

25 王國剛, 『2011年中國經濟展望及貨幣金融政策趨勢』, 中國社會科學院, 2011. 1 참고.
26 동애영 외, 「중국 외환제도 개혁 및 시사점」, 하나금융경영연구소, 2010. 10 참고.

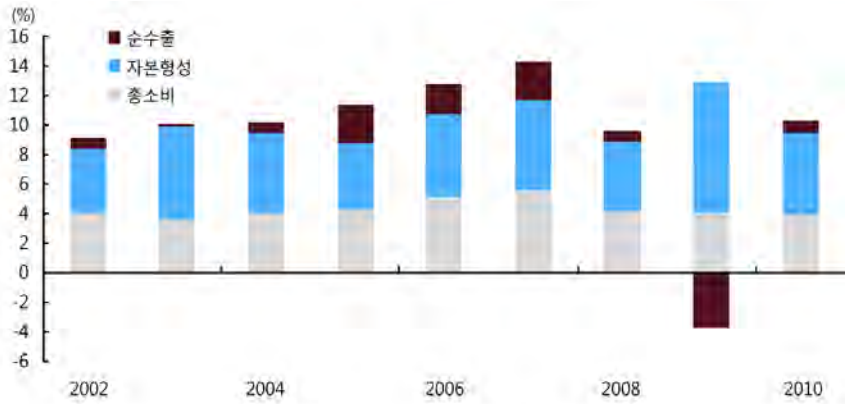
향 조정될 전망이다. 그러나 미국의 경기회복 가시화, 중동의 정치 불안 등으로 유가 등 국제상품 및 원자재 가격이 예상보다 높게 상승하고, 이에 따라 임금인상 압력도 높아지는 경우, 물가상승에 민감한 중국의 통화당국이 기준금리 인상과 더불어 위안화 절상 행보를 보다 가속화할 가능성도 상존한다 하겠다.

2. 실물경제에 대한 영향

이러한 통화신용정책 조합에 따른 유동성 및 은행신용의 변동은 주로 투자부문을 통해 실물경제에 영향을 미치게 될 전망인데, 이는 [그림 2-27]에 나타난 바와 같이 투자가 경제성장의 주요 요인으로서, 과거 5년 평균 10.6%의 GDP 성장률 중 고정투자의 성장기여도가 평균 5.7%에 달하기 때문이다. 위기 이후 중국 경제성장의 빠른 회복은 투자의 대폭적인 확대가 주도하였으며, 이는 은행신용의 팽창을 통한 유동성 확대가 뒷받침하였음은 이미 누차 강조한 바 있다. 따라서 초과유동성 및 초과은행신용의 감축은 주로 투자의 감소를 통해 성장에 영향을 미치게 될 것이며, 중국정부는 고정투자의 조정을 통해 중국경제의 연착륙을 유도할 것으로 전망된다.

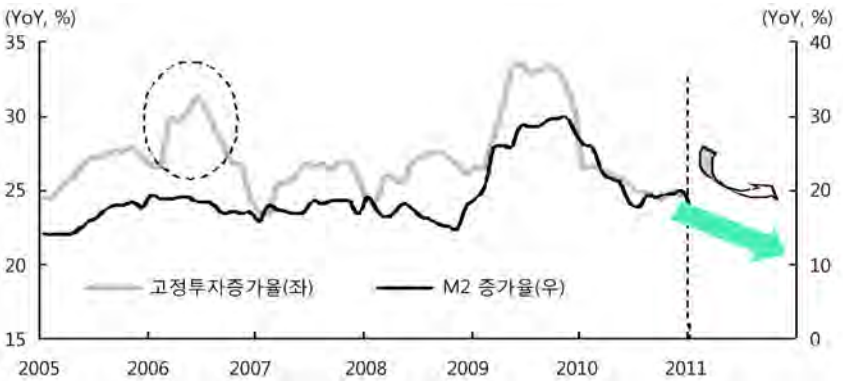
앞서 분석한 바와 같이 2009년 31.1%에서 2010년 25.4%까지 하락한 고정투자 증가율은 정부의 유동성 회수와 구조조정 노력에 따라 2011년 20%대로 둔화될 전망이다. 2008년 말부터 시작되었던 4조위안의 투자 프로그램은 2010년 말 집행 완료된 것으로 추정되며, 따라서 2011년 들어 투자의 둔화세 지속은 불가피하다. 아울러 2010년 10월 첫 금리인상에 이어 정책기조가 금리인상 주기로 진입할 가능성이 크며, 부동산 긴축정책도 강화되는 추세여서 투자 확대에 불리한 요인으로 작용하고 있다. 다만, 지난 제11차 5개년 계획 발표 직후인 2006년 중 투자 증가율이 일시적으로 가파른 상승세를 보였던 경험을 감안하면, 제12차 계획 첫해인 2011년에 투자의 급격한 둔화는 없을 것으로 예상된다. 전 절에서 분석한 초과고정투자 증가율에 기초하여 볼 때에도 5%p 정도의 증가율 하락은 예상된다. 다만, 부동산투자의 과열상태가 지속되고 있어 동 부문의 투자 감축이 상대적으로 크게 일어날 소지가

[그림 2-27] 부문별 성장기여도 추이



자료: CEIC.

[그림 2-28] M2와 투자 증가율 추이

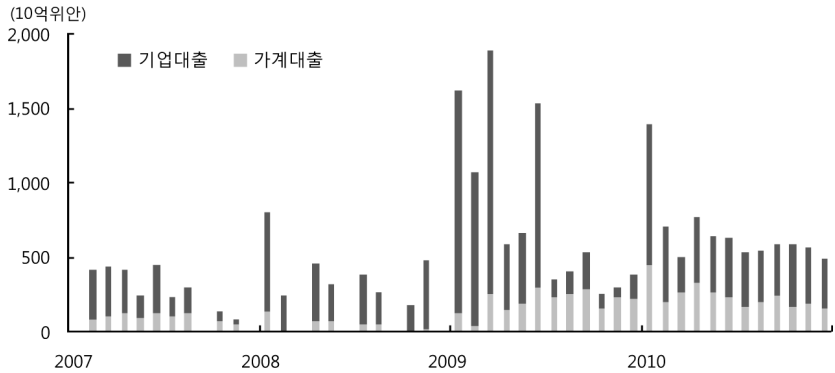


자료: CEIC.

있으며, 따라서 동 경로를 통한 건설 등 부동산 관련 부문의 상황을 면밀히 모니터링할 필요가 있다.

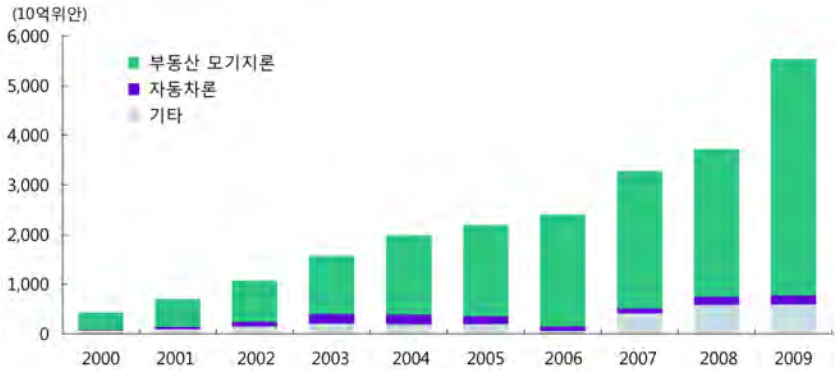
한편, 소비지출의 경우 은행대출 중 소비용 대출의 비중이 낮아 은행신용의 변화가 소비에 미치는 직접적인 영향은 크지 않을 것으로 판단된다. 2009년 말 기준 39.9조위안 규모의 은행대출 잔액 중 가계대출은 5.5조위안으로 13.8%에 그치고 있어 가계대출 비중은 선진국에 대비하여 아직 상당히

[그림 2-29] 은행 신규대출 중 기업과 가계 대출 비중



자료: CEIC.

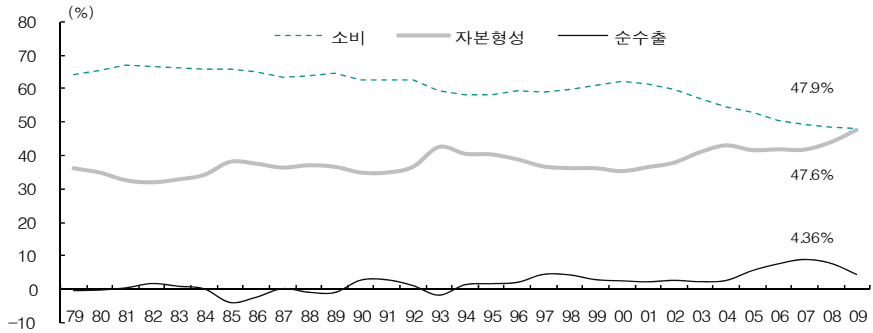
[그림 2-30] 가계대출 잔액 구성



자료: CEIC.

낮은 수준이다. 소비자 금융시장이 아직 활성화되지 못한 상황에서 은행의 가계대출 상품은 주로 부동산 모기지론과 자동차대출이며, 이 중 부동산 모기지론이 80% 이상의 압도적인 비중을 차지하고 있다. 즉, 부동산 외 가계대출의 비중이 아직 낮은 상황에서 은행대출 증가율 둔화가 소비에 미치는 직접적인 영향은 크지 않을 것이며, 단 간접적인 경로로 부동산대출 긴축으로 인한 부동산시장의 조정에 따른 자산효과가 발생할 가능성이 있다.

[그림 2-31] 소비, 투자, 순수출의 GDP 대비 비중 추이



자료: CEIC.

현재 중국의 경제성장모형은 점차 수출·투자 위주의 성장에서 소비 위주의 성장으로 전환되고 있는 과정이다. 중장기적으로 선진국에서와 같이 소비가 중국경제의 성장을 지탱하는 중요한 축이 될 것임은 자명하다.[27] 그러나 중단기적으로 국민경제 중 소비가 차지하는 비중이 대폭 제고되기는 어려울 전망이다. 소비지출은 고유한 소비습관, 사회복지 시스템 등 구조적 요인의 영향이 크기 때문에 단기적인 정책 변화가 소비에 미치는 영향은 제한적이다. [그림 2-31]에 나타난 바와 같이 중국의 GDP 중 소비의 비중은 1999년 62.3%에서 2009년 47.9%까지 하락하였는데, 이 수준에서 다시 선진국 평균 수준인 60% 이상으로 회복되려면 5~10년의 기간이 소요될 것으로 예상되고 있다.[28]

종합적으로 볼 때 2011년 중국경제는 세계경기의 회복세 둔화가 예상되고, 경제정책의 정상화에 따른 수출과 투자의 증가세 둔화로 8~9%대의 성장을 기록할 전망이다.[29] 긴축기조의 강화는 고정투자의 증가율 둔화를 통해 실물경제에 직접적인 영향을 미칠 것이나, 20%에 달하는 투자 증가율 수준 자체가 낮은 것이 아니므로 투자가 경제성장을 주도하는 국면이 구조적

---

27 엄정명, 『중국의 성장전략 변화: 투자-수출에서 소비 주도로』, 삼성경제연구소, 2010. 11 참고.

28 中國人民銀行行長周小川在, 「2008年中國金融論壇」, 上的發言, 2008. 12 참고.

29 World Bank, *China Quarterly Update*, 2010 참조.

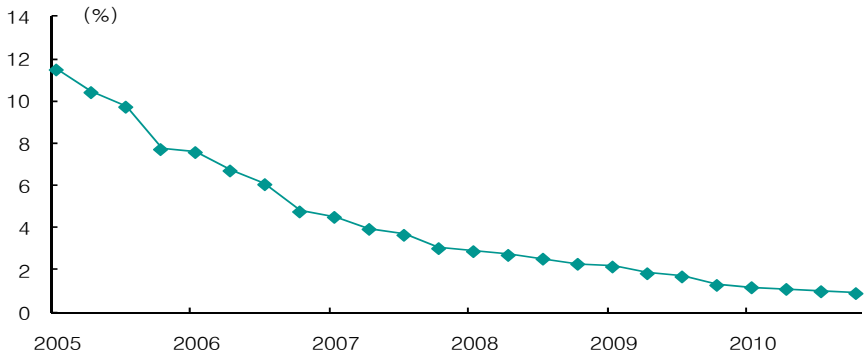
으로 변화하지는 않을 것이다. 특히 지역개발과 산업구조 변화는 제12차 5개년계획의 핵심 과제로서 동 계획 실시기간인 2011~15년 중 이 부문에 대한 투자는 여전히 성장의 동인이 될 것으로 예상된다.

현 국면에서 적절한 강도의 긴축은 중국경제의 지속 가능한 성장력 강화에 오히려 긍정적인 요인으로 작용할 수 있다. 긴축기조의 강화는 금융위기 이후 초과유동성으로 인한 경기과열 우려와 인플레이션 압력 누증, 자산시장의 버블 재발 및 금융시스템 불안정성 확대 등의 위험을 완화시키는 효과를 수반한다. 따라서 이러한 긴축정책은 전반적인 고정투자 증가세는 둔화시키겠지만, 투자의 범위를 부동산 등 과잉투자 분야로부터 민간부문의 투자로 분산시켜 성장동력의 전환에 보다 유리한 요인으로 작용할 수 있다. 이처럼 고성장기조의 연착륙을 통해 성장의 속도보다 질을 중요시하는 방향으로의 정책 전환은 중국경제의 중장기적인 성장력 제고에 긍정적인 요인이 된다. 물론 이처럼 대내적 긴축정책에 의해서만 중국경제가 경착륙할 가능성은 크지 않다고 판단되지만, 유럽의 재정위기 확산에 따른 세계경기 동반침체 등과 같은 외부충격과 맞물리는 경우에는 중국의 긴축정책이 예상치 못한 파급효과를 발생시킬 수 있으므로 중국의 성장세에 대한 지속적인 모니터링이 필요하다.

3. 은행부문에 대한 영향

금융위기 이후 은행신용의 급격한 팽창에도 불구하고 중국의 은행부문은 외견상 양호한 건전성을 유지하고 있다. 2010년 말 현재 [그림 2-32]에 나타난 바와 같이 주요 상업은행들의 부실채권비율, 대손충당금 커버리지비율, 예대율 등의 건전성 지표는 지속적으로 개선되는 모습이다. 그러나 최근 급증한 은행대출은 대출심사기준의 약화와 더불어 고위험 시장으로 유입되어 향후 경기상황에 따라 은행 건전성에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높다. 2009년 들어 은행대출은 평균 30% 이상 증가하였으며, 대출완화정책으로 대출규모의 증가와 더불어 심사기준도 완화되어 잠재적 부실 증가에 따른 은행의 중기적 리스크가 확대되었다. 특히 은행대출 중 부동산과 주식시장 등

[그림 2-32] 은행권 NPL 비율 추이



자료: CEIC.

자산시장 유입 비율이 늘어났다는 점은 향후 자산가격 변동에 따른 은행의 대출 관련 위험이 클 수 있음을 시사한다.

그러므로 향후 부동산 관련 대출, 지방정부 대출 등 취약 부문을 중심으로 은행권의 자산건전성이 악화될 위험이 상존하고 있다. 특히 인플레이션 압력에 대응하여 기준금리가 순차적으로 인상되기 시작하고 이에 따라 경기 회복세가 둔화되는 경우에는, 이들 취약부문을 중심으로 신용위험이 높은 한계대출의 부실화가 진행되면서 은행권의 수익성과 자본적정성이 악화될 소지가 있다.

특히 앞서 지적한 바와 같이 지방정부 대출의 부실화 가능성에 주목할 필요가 있다. 2009년부터 급증한 지방정부 부채의 경우 단기적 관점에서 은행권에 미치는 영향은 지방정부의 상환능력과 대출만기를 고려할 때 제한적일 전망이지만, 2~3년 후에는 은행권 부실위험의 주요 요인으로 부각될 가능성이 있다.[30] 최근 지방정부의 재정위기설이 부각되면서 과도한 부채규모, 부채항목의 불투명성, 투자수익의 불확실성, 부채상환능력 등이 문제시되고 있으며, 이에 따른 은행권의 부실 가능성에 대한 우려도 높아지고 있다. 중국 은행감독위원회에 따르면 2010년 6월 말 현재 7.66조위안 규모의 지방정

30 동애영 외, 「새로운 Sovereign Risk, 중국의 지방정부 부채」, 하나금융경영연구소, 2010. 3 참조.

부융자플랫폼 대출 중 심각한 상환위험이 있는 대출이 1.5조위안으로 약 23%에 해당한다.

지방정부 대출은 주로 건설 관련 중장기 부문에 집중되어 있는 것으로 추정되는데, 인프라 건설에 일반적으로 2~3년의 기간이 소요된다는 점을 고려할 때 2009년에 급증한 대출의 만기가 2012년 이후 대거 도래하면서 이 시기를 전후로 은행권 부실위험이 부각될 가능성이 있다. 특히, 2012년 중앙·지방 정부 선거 이후 우발채무가 현실화할 가능성도 제기되고 있어 은행권의 잠재적 부실위험을 가중시키는 요인으로 작용하고 있다. 이러한 잠재적 부실위험의 존재는 은행권의 대출 축소가 급격히 이루어지기는 어려움을 시사한다. 이는 만기 도래하는 지방정부 및 국유기업 대출의 차환이 일정 수준 불가피하기 때문이다. 이러한 잠재부실의 현실화 이연정책과 지난 10여 년간 중국 은행부문의 부실자산이 외환보유액을 이용하여 대거 감축되었음을 감안하면, 중국은 공적 재원의 운용 등을 통해 은행부문의 건전성을 지속적으로 유지하는 정책을 추진할 가능성이 높다.

4. 자산시장에 대한 영향

일반적으로 통화정책이 주식시장에 미치는 영향은 긴축의 경우, 통화공급 감소가 시중금리 상승을 유발하여 주식과 채권의 투자수익률을 하락시킴으로써 주가가 하락하는 금리채널이 주요 경로가 된다. 그러나 단기 자금시장의 발전이 미흡한 중국의 경우 통화긴축에 따른 금리채널보다는 유동성채널이 더 민감하게 작용하는 것으로 분석되고 있다.[31] 특히 은행 예금금리 인상의 경우, 증시로 유입되는 유동성 규모의 감소를 유발하여 그간 지속되어 온 '은행예금의 주식시장 이동' 현상이 완화될 가능성이 있으며, 은행 대출금리 인상과 더불어 은행대출에 대한 통제가 강화될 경우 은행대출의 주식시장 유입 규모도 감소할 전망이다. 이러한 유동성 둔화는 단기적으로 주식시장에 부정적 요인으로 작용할 수 있다.

---

31 趙海云, 「中國貨幣政策体系框架研究」, 人民大學, 2008. 7 참고.

그러나 앞서 살펴본 바와 같이 실질주가 상승률이 이미 많이 하락한 상태여서, 긴축의 범위가 예상 수준을 벗어나지 않는 경우 주가의 추가적인 하락 여지는 크지 않아 보인다. 전 절의 VAR 분석 결과도 초과통화증가율 충격이나 초과은행대출 충격이 명목주가에 주로 인플레이션을 통해 영향을 미치며, 장기적으로 실질주가 상승률에는 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 분석되었다. 따라서 향후 통화신용정책의 긴축기조가 강화된다고 하더라도 실질주가의 하락은 제한적일 것으로 판단된다.

한편, 부동산시장의 경우 2010년 이후 통화신용정책이 긴축으로 전환되는 가운데, 부동산가격의 추가적인 하향 조정 가능성이 지적되고 있다. 2010년 초부터 실시된 긴축 조치들의 직접적인 목표는 부동산시장으로의 자금유입 제한에 있으며, 이를 위해 은행의 부동산담보대출 금리 인상과 더불어 부동산대출 심사기준 강화, 일부 부동산기업에 대한 대출 중단 등 긴축적 금융수단이 모두 동원되었다. 부동산 금융정책이 강화되는 가운데, 저가 아파트 건축 지원 등 다양한 산업정책도 부동산 과열을 억제하는 방향으로 운용되고 있다.

이와 같은 부동산 긴축정책의 강화로 부동산시장의 과열이 완화되고 있으나, 국지적으로 일부 대도시의 부동산시장 가격이 여전히 높은 상황이다.[32] 따라서 통화정책이 점차 긴축으로 전환됨에 따라 부동산금융 여건이 악화되면서 대도시를 중심으로 부동산가격이 추가적으로 하락할 가능성은 상존하고 있다. 아울러 중국정부는 주택가격이 상승하는 경우 주택구입 비용의 상승으로 인해 소비감소효과가 클 수 있음에 주목하고 있어, 정부가 내수부양에 주력하는 가운데 부동산에 대한 긴축은 한층 더 강화할 가능성이 있다.

다만, 본격적인 부동산 긴축정책의 시행에는 제약요인도 존재한다. 우선 지방정부의 수입 중 토지판매로 인한 수입이 상당한 비중을 차지하고 있어 지방정부의 재정수지는 해당 지역의 성장세뿐 아니라, 토지 및 부동산 시장 여건에 긴밀히 연계되어 있다. 이처럼 지방재정이 토지판매 수입에 의존하

---

32 Ahuja *et al.*, "Are House Prices Rising too Fast in China?" IMF Working Paper, 2010. 12 참고.

게 된 것은 중앙·지방 정부 간의 세금분배제도로 인한 결과이다.[33] 중국은 빠른 도시화로 인해 대부분의 지역에서 투자수요가 상대적으로 큰 상황인데, 현행 세금분배체계에서 지방정부의 재정상황은 대부분 이러한 투자수요를 만족시킬 수 없는 상태이다. 결국 부동산시장을 부양하고 토지판매로 인한 수입을 확대하는 것이 지방정부의 주요 재정확충 수단이 되고 있으며, 이러한 정치·경제적 이유로 인하여 부동산시장의 긴축정책 실시에 있어 중앙과 지방 정부의 입장 차이에 따라 긴축정책의 강도가 다소 약화될 소지가 있다.

제5절 결론 및 시사점

본 연구에서는 글로벌 금융위기 이후 중국의 대규모 경기부양책에 따른 중국경제 내 초과유동성 및 초과신용공급의 현황과 이에 따른 투자 및 자산시장의 과열 정도를 분석 평가하여 보았다. 아울러 이러한 초과유동성의 환수와 최근 빠르게 현실화되고 있는 인플레이션 위험에 대응하기 위해 요구되는 긴축정책의 강도는 어떠한지, 이러한 정책을 추진함에 있어 예상되는 제약요인과 부문별 파급영향은 어떠한지를 살펴보았다. 지금까지의 분석 결과를 요약하면 다음과 같다.

현재 긴축 과도기에 있는 중국의 통화신용정책이 기준금리의 순차적 인상으로 특징 지워지는 본격적인 긴축기조로 전환될 것인지의 여부는 중국경제 내 남아 있는 잔여 초과유동성의 정도와 인플레이션 압력의 현실화 속도에 달려 있는 것으로 사료된다. 실물경제의 성장 속도와 대비해 볼 때, 2010년 말 현재 중국경제 내에는 그간의 통화환수정책에도 불구하고 해외 단기자본의 유입 등으로 적지 않은 잔여 초과유동성이 존재하며, 은행신용 또한 아직 초과공급 상태에 있는 것으로 판단된다. 아시아 위기 이후 중국경제의 명목 GDP 대비 은행대출 비율은 평균 1.06 수준으로 안정적인 평균회귀 성

33 中國社會科學院財貿所, 『中國財政政策報告 2009/2010』, 2010. 9 참고.

향을 보이고 있는데, 2010년 말 기준 동 비율은 1.2로서 명목 GDP의 약 14%에 해당하는 초과은행신용이 공급되어 있으며, 장기적 추세를 고려하더라도 약 10%의 초과신용이 존재하는 것으로 분석되었다.

이러한 초과유동성과 초과은행신용은 국유기업, 지방정부 등 공공부문의 고정투자와 부동산, 주식 등 자산시장으로 유입되었다. 최근의 신용억제 조치로 고정투자 증가율은 상당 폭 둔화된 상황이지만, 부동산부문의 투자과열은 대도시를 중심으로 여전히 지속되고 있다. 자산가격 측면에서 볼 때, 주식시장의 과열 정도는 상당 부분 해소된 반면, 부동산가격은 아직 하락의 여지가 남아 있는 것으로 판단된다. VAR 모형의 추정 결과에 따르면 초과유동성이 실물투자나 자산가격에 미치는 영향은 핫머니 유출입보다는 주로 국내 통화공급 요인에 의해 야기되고 있으며, 대부분 은행대출의 증가라는 경로를 통해 파급되는 것으로 분석되었다.

통화신용정책의 정상화를 위한 추가 긴축 여지는 M2 증가율 및 은행대출 증가율 기준으로 각각 2.7~6.2%p, 3.2~6.2%p 정도인 것으로 추정되는데, 충격반응함수 추정 결과, 향후 긴축정책으로 M2 증가율과 은행대출 증가율이 각각 6%p 정도씩 하락하는 경우 고정투자 증가율은 단기적으로 3%p 정도 하락하며 이후 누적적으로 보다 크게 하락하는 것으로 분석되었다. 이는 중국의 통화정책이 인플레이션 압력 해소를 위해 기준금리의 추가적인 인상을 통해 본격적인 긴축기조로 진입하는 경우, 은행대출의 위축을 통해 실물부문의 고정투자와 부동산가격 및 주가에 유의한 파급영향을 줄 수 있음을 시사한다.

향후 중국의 통화신용정책은 '완전한 긴축기조'에 비해서는 강도가 다소 완만하지만 2010년에 비해서는 보다 강화된 긴축정책이 시행될 것으로 판단되는데, 이는 물가상승 압력이 예상보다 빠르게 현실화하고 있기 때문이다. 최근 중국의 인플레이션은 수요 측 요인이 주도하였던 2003~04년 물가상승기와는 달리, 수요와 공급 요인이 함께 작용하면서 물가가 상승하고 있다는 측면에서 2007~08년과 유사하다. 그러나 2007~08년에 비해 경기과열 정도 등 수요 측 압력이 상대적으로 낮기 때문에 물가상승률도 글로벌 위기 이전에 비해 낮은 수준에서 안정화될 가능성이 높다.

앞에서 분석한 바와 같이 2011년 통화신용정책 조합은 M2 증가율 15~16%(전년대비 5~6%p 하락), 은행 신규대출 6~7조위안(전년대비 0.9~1.9조위안 감소, 대출 증가율 기준 5~6%p 하락), 고정투자 증가율 20% 내외(전년대비 5%p 수준 하락), 위안화 절상폭 5% 내외 등으로 예상되며, 기준금리도 1%p 내외 상향 조정될 전망이다. 이러한 정책조합은 위에서 분석한 과잉 신용공급을 완전히 해소하는 수준에는 못 미치지만, 증가율 기준으로는 통화 및 신용 공급의 증가율을 명목 GDP 증가율에 상당 폭 수렴시키게 될 것으로 판단된다. 그러나 그간 누적된 임금인상 요구가 현실화되고 국제상품 및 원자재 가격 불안이 지속되는 경우, 물가상승률이 위기 이전과 같이 7~8%에 달하게 될 가능성을 완전히 배제할 수 없으며, 이 경우 인플레이션 압력에 대응하여 기준금리 인상과 위안화 절상도 예상보다 더욱 가속화될 수 있다.

이상의 논의를 종합하면 중국의 긴축기조 전환은 금리인상과 같은 전면적인 통화정책수단은 점진적으로, 반면 신용통제 등 선택적 수단은 과열 양상이 심한 부동산 등의 부문에 대해 집중적으로 이루어질 소지가 크다. 현재 경제 내에 남아 있는 초과유동성과 은행신용의 초과공급 정도를 고려할 때, 추가적인 긴축의 강도가 예상 범위를 벗어나 중국경제의 경착륙을 야기할 가능성은 높지 않아 보인다. 다만, 공공부문에 집중된 고정투자의 둔화세가 민간투자의 활성화로 대체되지 못하고, 아직 국지적으로 과열되어 있는 부동산시장의 조정이 예상보다 큰 경우에는, 이에 대거 노출되어 있는 은행부문의 신용위험 상승을 통해 금융 불안정성이 야기될 가능성을 배제할 수 없다. 특히 지방정부 부채의 부실화 가능성도 주시해야 할 요인이며, 인플레이션 압력이 예상보다 빠르게 실현되는 경우에는 기준금리의 빠른 조정이 불가피하여 세계경기의 회복 지연과 더불어 중국경제의 성장률이 예상보다 둔화될 소지도 있다.

이하에서는 이러한 중국경제의 위험요인이 한국경제에 대해 시사하는 바를 간략히 살펴봄으로써 결론을 대신하고자 한다. 중국경제의 긴축기조 강화가 우리 경제에 미치는 영향은 크게 실물부문을 통한 영향과 금융 및 자본 시장을 통한 영향으로 대별하여 볼 수 있다.

먼저 실물부문을 통한 영향은 주로 수출부문과 중국발 인플레이션을 통해

[그림 2-33] 중국 성장률과 한국의 수출



자료: 하나금융경영연구소.

파급될 전망이다. 먼저 수출부문은 미국 등 세계 주요국의 회복세가 여전히 미진함을 감안할 때, 중국의 긴축기조 전환으로 중국의 성장세가 둔화되면 한국경제의 성장세도 수출을 중심으로 빠르게 둔화될 가능성이 있다. 주지하다시피 글로벌 금융위기 이후 한국의 수출이 회복되는 과정에서 대중국 수출비중은 2008년 21%에서 2010년 25% 수준까지 상승하였다. [그림 2-33]에서 보듯이 한국의 대중국 수출은 최근 들어 중국의 성장률과 상관관계가 매우 높아지고 있는데, 하나금융경영연구소의 분석에 따르면 중국의 성장률이 1%p 하락할 때 한국의 수출증가율은 0.45%p, 한국의 성장률은 0.27%p 둔화되는 것으로 분석된다.[34] 따라서 중국경제의 연착륙으로 성장률이 2%p 정도 하락하는 경우 우리 경제는 수출증가율 0.9%p, 성장률 0.54%p 정도의 부정적인 영향을 받게 될 가능성이 있다.

우리나라의 대중국 수출구조를 살펴보면 특히 중국의 투자에 민감한 구조이다. 2000년 27%에 불과하던 자본재 수출비중이 2007년 54%로 2배 증가하였으며, 특히 글로벌 금융위기를 거치면서 동 비중이 60%로 빠르게 확대되는 등, 한국의 대중국 수출은 자본재를 중심으로 크게 증가되어 왔다. 이는 중국의 수출 확대로 자본재 수요가 빠르게 증가하는 가운데, 금융위기를

34 동애영 외, 『중국 환율제도 개혁에 따른 영향과 시사점』, 하나금융경영연구소, 2010. 7 참고.

[그림 2-34] 중국의 생산자물가와 한국의 수입물가



자료: 하나금융경영연구소.

거치면서 경기부양책에 따른 고정투자 수요가 크게 증가하였기 때문이다. 그러나 중국의 긴축기조 전환으로 고정투자가 감소하면 한국의 대중국 수출이 자본재를 중심으로 빠르게 둔화될 가능성이 크다. 중국의 내수 중심 경제구조 전환정책을 고려할 때 소비시장을 대상으로 한 가전, IT기기, 자동차 등의 수출은 상대적으로 수혜가 예상되나, 중국 수출 중 소비재의 비중이 10% 미만임을 고려할 때 그 효과는 크지 않을 것으로 사료된다.

실물부문을 통한 또 다른 영향은 중국발 인플레이션 위험이다. 우리나라의 대중국 수입 의존도는 1995년 5.5%에서 2010년 16.8%까지 상승하였는데, 이에 따라 중국의 물가상승, 위안화 절상 등이 수입물가의 상승을 통해 국내 인플레이션 압력을 가중시킬 가능성이 높다. 한국은행에 따르면 중국의 물가가 1%p 상승하는 경우 우리나라의 수입물가와 소비자물가는 각각 0.64%p와 0.06%p 상승하는 것으로 분석되었다.[35] 최근 우리나라의 경우에도 국제원자재 등 공급 측 요인과 더불어 점차 수요 측 요인 및 인플레이션 기대심리 확산에 따른 물가상승 압력이 높아지고 있는데, 이에 더하여 중국의 물가상승 압력까지 파급되는 경우 견조한 회복세를 보였던 국내 경기가 둔화될 가능성이 있다. 또한 인플레이션 대응과정에서 금리 인상 및 원화

35 한국은행 조사국, 「최근 인플레이션 변동 요인」, 2011. 3. 10. 한국경제학회 물가정책세미나 발표자료 참조.

절상도 불가피하게 되어 가계부채, 중소기업 대출 등 취약 부문을 중심으로 신용위험이 높아질 가능성에 대비할 필요가 있다.

중국의 긴축기조 전환이 한국경제에 미치게 될 영향의 또 다른 파급경로는 금융 및 자본 시장을 통한 경로이다. 우선 중국의 긴축과 경기둔화 가능성은 글로벌 차원의 위험선호 후퇴와 신흥국 투자의 위축으로 이어져 국내 증시 및 자본시장에 간접적으로 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 아울러 중국의 경기둔화 및 신용시장 위축에 따라 현지 진출 국내 기업 및 이들에 대한 국내 금융회사 익스포저의 신용위험 상승이 예상된다. 즉, 중국의 대출억제 등 금융긴축이 현실화함에 따라 현지에 진출한 국내 기업들의 수익성 악화 및 부실화 가능성이 있으며, 특히 중국의 저임금·저비용 생산기반을 활용하여 제3시장 수출에 주력하고 있는 업체들의 경쟁력 약화에 따른 여신위험이 높아질 수 있다. 또한 유동성 회수와 더불어 부동산시장의 조정이 본격화되면 중국 내 부동산 관련 사업, 특히 부동산 프로젝트파이낸싱(PF) 부문의 부실화 가능성이 높아져 이와 관련한 국내 기업 및 금융회사의 위험이 상승할 수 있다. 이 외에도 중국의 경기둔화 및 부동산시장 침체 등으로 중국 은행권의 부실위험도 점차 부각될 수 있다. 그러나 이에 대한 국내 기업이나 은행권의 직접적인 노출은 제한적인 것으로 판단된다.[36]

한편, 국내 자본시장에서는 중국의 증시 조정이 장기화되면서 중국펀드의 손실이 늘어나면 해외 주식형 펀드에 대한 환매도 늘어날 수 있다. 중국펀드는 국내 해외펀드 중 단일국가 펀드로는 가장 규모가 큰데, 2010년 9월 말 기준 자산규모는 총 17조 9천억원으로 전체 해외펀드 자산 442조원 중 40%를 차지하고 있다. 아울러 최근 중국의 한국 채권시장 투자도 빠르게 늘어나고 있는 상황으로, 중국의 긴축에 따른 투자자의 채권투자자금 환수로 인해 국내 채권금리가 상승하고 원화가치가 하락할 가능성이 있다. 2010년 7월 말 현재 중국은 4.4조원의 한국물 채권을 보유하여 전체 외국인 보유액

36 한국은행에서 집계하는 국제투자 대차대조표에 따르면, 한국의 대중국 투자는 직접투자 위주이며, 2006년부터는 주식투자가 크게 늘어나고 있지만 금융위기를 거치면서 다소 위축된 모습이다. 그 외 기타 투자(무역신용+대출+현금 및 예금+기타 자산)는 주로 현지에 진출한 국내 기업에 대한 자금지원이나 부동산 관련 투자 위주인 것으로 판단된다.

가운데 6.1%를 차지하고 있으며, 동 비중은 중국의 외환보유액 다변화 정책 추진과 더불어 향후에도 빠르게 상승할 것으로 판단되므로 이에 대한 지속적인 모니터링도 필요하다.[37]

종합하건대, 과거에는 중국의 경제정책 변화가 한국경제에 미치는 영향이 주로 한국의 대중 수출입, 즉 실물교역 부문을 통해 파급되었다고 볼 수 있다. 따라서 중국 통화신용정책의 변화에 따른 리스크도 중국 경기와 환율 변화에 따른 대중 무역수지 변동을 통해 주로 현실화되었다. 그러나 최근 중국경제의 위상이 변화하고 한국경제와의 교역 및 자본흐름 구조가 보다 복잡해지면서, 우리 경제에 대한 중국 리스크의 파급경로도 보다 다양해지고 있다. 중국의 통화신용정책 변화는 단순히 수출입 경로를 통한 총수요 변화뿐만 아니라, 중국에 대한 수입의존도 상승 및 중국의 국제 원자재가격에 대한 영향력 등으로 인플레이션 경로를 통해 물가변동 위험을 초래하여 한국의 거시정책 조합에 보다 직접적인 영향을 주고 있다.

아울러 중국의 자본시장 발전 및 외환보유고 확대에 따른 해외투자 증대로 금융 및 자본 시장을 통한 리스크 파급경로가 새로이 부각되고 있다. 일례로 한국 자본시장에서 중국계 자금의 규모와 영향력이 점차 커지면서, 향후 중국의 유동성 변화에 따른 중국 투자자금의 유출입이 한국의 증권, 부동산 등 자산시장은 물론, 금융시스템의 유동성에도 영향을 미쳐 주요한 리스크 요인으로 작용하게 될 전망이다. 따라서 중국발 위험요인이 우리 경제에 미칠 수 있는 다양한 실물경제 및 금융시장 경로에 대한 모니터링을 강화하고, 내수기반의 강화, 수출입구조 다변화, 자본시장의 집중위험 방지 등 잠재적 충격요인을 대내외적으로 흡수·분산시킬 수 있도록 경제시스템의 유연성을 강화하며, 보다 근본적으로 거시경제의 안정성과 금융시스템의 건전성을 상시적으로 유지·강화하는 정책 운용이 요구된다 하겠다.

---

37 2010년 6월 말 현재 중국의 외환보유액은 24,543억달러이며, 한국 국채(4.4조원)는 동 외환보유액 대비 0.1% 수준에 불과하다.

참고문헌

동애영・송경희・장보형, 「중국 다시 자산버블에 빠질 것인가?」, 하나금융경영연구소, 2009. 7.

동애영・송경희・장보형, 「새로운 Sovereign Risk, 중국의 지방정부 부채?」, 하나금융경영연구소, 2010. 3.

동애영・장보형・김영삼・송경희, 「중국 환율제도 개혁에 따른 영향과 시사점」, 하나금융경영연구소, 2010. 7.

동애영・송경희・장보형, 「중국 외환제도 개혁 및 시사점」, 하나금융경영연구소, 2010. 10.

동애영, 「중국금리 인상 재개와 2011년 긴축향방」, 하나금융경영연구소, 2011. 1.

엄정명, 「중국의 성장전략 변화: 투자-수출에서 소비 주도로」, 삼성경제연구소, 2010. 11.

예금보험공사 리스크관리부, 「외국인 국내채권 투자 동향 및 향후 전망」, 『KDIC 금융현장정보』, 2010. 8.

조호정, 『글로벌 유동성 급증의 영향과 시사점』, 현대경제연구원, 2010. 10.

한국은행 조사국, 「최근 인플레이션 변동 요인」, 한국경제학회 물가정책세미나 발표자료, 2011. 3.

한국은행 해외조사실, 『중국의 대규모 경기대책 추진의 영향과 문제점』, 2009. 3.

현대경제연구원, 『중국 경제의 버블 가능성 점검 - 2009 중국 금융기관 대출의 문제점과 시사점』, 2010. 6.

葛蘭, 「我國貨幣政策傳導的信貸渠道研究」, 西南財經大學, 2007. 4.

潘敏, 「經濟夏蘇下的非常規貨幣政策推出-理論分析与中國的選擇」, 『世界經濟研究』, 2010. 12.

王國剛, 『2011年中國經濟展望及貨幣金融政策趨勢』, 中國社會科學院, 2011. 1.

王明濤, 「貨幣政策与股票市場流動性風險」, 『上海金融』, 2010. 12.

魏加宁, 「1.16万亿信貸資金流入股市」, 國務院經濟研究中心, 2009. 7.

魏加宁, 「地方政府投資平台風險的成因与對策」, 國務院發展研究中心, 2010. 5.

李奕濱, 「我國貨幣政策效果評价理論与實証分析」, 同濟大學, 2007. 12.

李晶,「如何衡量中國粮食産量与通脹的風險」, *The Wall Street Journal*, 2011. 2.

人民日報,「解讀2011宏觀經濟政策及走向」, 2010. 12.

張智威,「抗通脹成本有多高」, CICC, 2011. 1. 4.

趙海云,「中國貨幣政策体系框架研究」, 人民大學, 2008. 7.

中國社會科學院財貿所,「中國財政政策報告 2009/2010」, 2010. 9.

中國人民銀行,「中國貨幣政策執行報告」, 2009. 1~4.

中國人民銀行,「中國貨幣政策執行報告」, 2011. 1.

中國人民銀行行長周小川在,「2008年中國金融論壇」, 上的發言, 2008. 12.

彭興運,「适度寬松貨幣政策的中國信貸膨脹分析」,『經濟學動態』, 中國社會科學院金融研究所, 2009. 8.

Ahuja, Ashvin, Lillian Cheung, Gaofeng Han, Nathan Porter, and Wenlang Zhang, "Are House Prices Rising too Fast in China?" IMF Working Paper 10/274, 2010. 12.

BIS, Basel Committee for Banking Supervision, "Countercyclical Capital Buffer," Consultative Document, 2010. 7.

Bouvatier, Vincent, "Hot Money Inflows in China: How the People's Bank of China Took up the Challenge," mimeo, Sorbonne Economic Centre, University of Paris, 2006. 11.

Bykere, Arpitha, "Inflation Risks Persist among Asia's Heavyweights," *Roubini Global Economics*, 2010. 12.

Chen, Chien-Hsun, "Monetary Aggregates and Macroeconomic Performance in Mainland China," *Journal of Comparative Economics*, Vol. 13, No. 2, 1989, pp.314~324.

Hsing, Yu and Wen-Jen Hsieh, "Impacts of Monetary, Fiscal and Exchange Rate Policies on Output in China," *A VAR Approach, Economics of Planning*, Vol. 37, No. 2, 2004, pp.125~139.

Koivu, Tuuli, "Monetary Policy, Asset Prices and Consumption in China," ECB Working Paper Series, No. 1240, European Central Bank, 2010. 9.

Liang, Qi and Jian-Zhou Teng, "Financial Development and Economic Growth: Evidence from China," *China Economic Review*, Vol. 17, No. 4, 2006, pp.395~411.

Pesaran, M. H. and Y. Shin, "Generalized Impulse Response Analysis in

Linear Multivariate Models," *Economics Letters*, Vol. 58, 1998, pp.17~29.

Suo, Yan-feng and Bo Yu, "An Empirical Study on the Effectiveness of Monetary Channel and Credit Channel in the Transition Period," Collected Essays on Finance and Economics, DOI: CNKI-ISSN 1004-4892.0.2006-06-006, 2006.

World Bank, *China Quarterly Update*, 2010.

Xie, Andy, "Dark Side of the Lending Boom," *China International Business*, 2009. 8.

제 3 장

중국 은행산업의 발전과 과제

쩡지엔밍 (중국대외경제무역대학)

제1절 서 론

개혁·개방 30년을 계기로 중국의 은행은 단일은행체제에서 다층은행체제로 발전해 왔다. 1979년 10월 등소평이 "경제발전과 기술혁신의 지렛대로 삼아 은행이 본연의 역할을 수행하게 하자"고 언급하면서 금융기능의 회복과 금융조직의 개편이 정식으로 시작되었다. 상기 철학의 지도 아래, 정부의 출납 역할에 국한되었던 중국의 은행은 중앙은행과 4대 국유상업은행의 이원화된 구조로 변모하였다. 이후 설립된 주식제 상업은행은 중국 은행산업의 경쟁구도를 변화시켰다. 정책성 업무와 상업 업무의 분리를 통해 중국 은행산업의 상업화가 시작되면서 현대적인 은행시스템을 위한 첫발을 디디게 되었다.

2009년 국제 금융위기의 충격은 중국의 경제사회 발전에 큰 어려움을 주었다. 이에 대응하여 은행감독관리위원회는 다양한 정책조치를 시행함으로써 국제 금융위기가 은행에 미치는 악영향을 줄이고 국민경제의 안정적인 회복을 추진하였다. 2008년 말 은행의 자산총액은 78.8조위안으로, 이 중 5개 대형 상업은행의 총자산이 40.1조위안이다. 은행의 예금총액은 61.2조위안인데, 이 중 개인예금이 26.5조위안, 기업예금은 22.4조위안이다. 현재 중국의 은행은 3,857개의 법인에 19만 3천여 개의 지점이 영업을 하고 있으며,

종업원 수는 284.5만명에 달한다.

본 장은 총 네 부분으로 구성되어 있다. 첫 번째 부분은 중국 은행산업 발전의 역사적 진전과 발전 단계로서, 1997년 동아시아 외환위기 이후 중국 은행의 발전 상황과 추세를 살펴본다. 특히 동아시아 금융위기가 중국 금융체제에 미친 영향에 대해서 통계수치를 이용하여 규모, 성장률, 영업능력, 자산의 질과 자기자본비율 등 다양한 측면에서 은행산업 변천 추세 및 부실채권이 금융 안정성에 미치는 위협을 연구하였다.

두 번째 부분은 중국 은행산업의 발전환경에 대한 분석이다. 중국의 제도와 경제환경(시장)을 상세히 분석하고, 감독환경과 경영환경 및 은행에 영향을 미치는 기타 환경들의 변천 연구를 통해 화폐정책과 감독정책의 발전 추세의 배경을 고찰해 본다.

세 번째 부분은 중국 은행산업 발전과정에서 드러난 문제점들과 도전과제를 논의한다. 지난 10여 년 동안 중국 은행산업의 영업이윤과 자산건전성은 세계적인 수준으로 상승하였다. 빠르게 변화하는 시장환경 속에서 중국의 주요 은행들은 수많은 도전에 직면했다. 예를 들면 자본시장의 발전에 따른 개인자산 포트폴리오 개편이 요구되고, 이에 따라 은행의 미시적 대응 측면에서 위험관리 등 업무의 개선문제가 대두되고 있다.

네 번째 부분은 중국 은행산업의 발전 전망이다. 구체적으로는 긴축 혹은 확장적 통화정책이 은행대출에 미치는 영향, 주식시장 발전이 은행산업에 미치는 충격, 은행산업이 경제성장을 뒷받침하는 정도의 변화, 국유상업은행 소유권 개혁과 주주의 권리 구조조정 등에 관한 문제를 고찰하기로 한다.

제2절 은행산업의 역사적 진전과 발전단계

1. 1979~83년

이 시기 중국의 경제체제 개혁에 보조를 맞추어 중국의 은행들도 시스템 재건에 주력하였다. 중앙은행이 정부의 재정 출납기관 역할에만 그치던 단

일 중앙은행제도에서 벗어나 이중의 은행구조로 개혁되었다. 1979년 3개 전문은행(농업은행, 중국은행, 인민건설은행)이 신규로 설립되어 국무원 직속의 경제실체로서 인민은행의 감독을 받게 되었다. 농업은행은 농촌신용대출과 농촌신용합작사의 지도를 담당한다. 중국은행은 외환 전문은행으로, 건설은행은 고정자산 투자관리 전문은행으로, 인민은행은 중앙은행이자 도시 상공업 신용대출 관리를 담당한다. 이 같은 분업체계는 과거 인민은행에 의한 독점 경영을 방지하기 위해 도입되었다.

2. 1984~97년

이 기간 중 중국 은행산업이 보여준 가장 큰 특징은 정부가 은행산업의 경쟁을 촉진하고자 시도한 노력이며, 이에 따라 일련의 주식제 상업은행이 설립되고 은행 간 경쟁이 점진적으로 증가하였다는 점이다.

계획경제시기에 국영기업은 제품 판매를 걱정하지 않았는데, 국유기업에 대출을 제공하는 전문은행으로서 은행은 대출 회수 리스크가 없었기 때문이다. 국가 전문은행의 영업망 확장에 대응하여 비국영기업(특히 중소기업)의 대출 부족은 심각한 상황이었기에 정부는 두 종류의 새로운 예금기관, 즉 도시신용합작사와 주식제 상업은행을 설립하였다. 1983년 정조우, 선양, 창춘, 한단 등의 도시에 집체소유제 성격의 도시신용합작사가 설립되었으며, 1984년 이후 중·대형 도시에 각종 형태의 도시신용합작 조직이 설립된다. 1987~88년 기간에는 주식제 상업은행(교통은행, 초상은행, 중신실업은행, 심천발전은행, 복건흥업은행, 광동발전은행)이 설립되었다. 이들 신설 상업은행은 설립 초기부터 국가 전문은행들과 구별되었는데 서구의 상업은행을 모델로 하여 인사제도와 경영관리 운영, 영업망의 배치, 안전성, 유동성 및 영리성, 사원 복지 등을 추구하였다.

3. 1998~2002년

이 시기의 특징적인 현상은 정책성 은행이 설립되고, 4대 국유상업은행의

시장화 개혁이 가속화되었다는 점이다.

1997년 아시아 금융위기는 동남아 각국의 발전에 부정적인 영향을 미쳤다. 전문가들에 의하면 이들 국가의 금융체제는 다음과 같은 문제점들을 내포하고 있었다.

첫째, 동남아 국가는 금융 국제화와 자유화를 추진하였으나, 금융 관리감독을 소홀히 하고 외채 관리 또한 방만하였다. 태국의 경우 지나치게 일찍 자본항목을 개방함에 따라 비거주민이 비교적 자유롭게 자본시장에 참여할 수 있었다. 그러나 중앙은행의 감독은 이에 미치지 못하였다. 중앙은행은 특히 외국은행 간 해외 업무와 금융파생상품 거래에 대한 감독이 미흡했다. 또한 정부와 은행, 기업 간의 관계를 잘 정립하지 못했다. '대마불사'는 한국 경제발전 중에 나타난 잘못된 관행으로 경제발전전략상의 문제점이라고 할 수 있다. 이는 기업규모가 커질수록 파산위험이 줄어드는 것으로써, 기업이 크기 때문에 취업자의 수도 많아 설사 경영성과가 좋지 않더라도 정부가 지원하고 은행이 대출을 제공하여 결국 기업의 파산을 초래한다.

중국은 인민폐 자본항목의 자유태환을 실현하지 않았기 때문에 동아시아 금융위기를 피할 수 있었다. 그러나 중국정부 역시 동아시아 금융위기를 통해 중국 금융체제의 문제점들을 인식하고 이를 반면교사의 기회로 삼았다. 장기간의 계획경제체제하에서 정부는 임의적으로 은행에 명령을 내리고 간섭하였으며, 대량의 신용대출을 효율이 낮거나 심지어 손해를 보는 국유기업에 투입하도록 하였다. 부실자산의 비율은 가장 보수적으로 잡아도 20% 이상에 달하였다. 또한 은행의 자본금과 대출충당금이 부족하였는데, 이를 보충하기 위하여 1조 2천억위안 이상의 자금이 필요했다. 이에 따라 국가 재정부(사실은 인민의 세금)에 막중한 부담이 부과되었다. 허약한 은행체제에는 금융 불안정 요소들이 잠복해 있었고, 이들은 중국경제의 숨겨진 폐단이라고 할 수 있었다. 중국은 이전의 실패를 타산지석으로 삼고 동아시아 금융위기의 교훈을 새겨 4대 국유상업은행의 시장화 개혁조치를 가속화해야 했다.

이와 같은 배경 아래, 1997년 11월 전국 금융공작회의에서는 중국의 금융위기 방지, 금융개혁과 금융질서의 개혁 심화, 금융 리스크 해소 등을 당면

과제로 선정하였다. 1998년 3월 새로 취임한 주룽지 총리는 제9기 전국인민대표대회 1차 회의의 언론발표회의에서 중국 금융체제 개혁을 3년 내에 완성하겠다고 선포하였다. 이에 따라 중국의 새로운 금융체제 개혁이 시작되었다. 4대 국유은행은 국유 전문은행으로 변화하는 과정에서 개혁이 철저하지 못했기 때문에 정부행정의 간섭을 비교적 많이 받았고, 리스크 관리와 내부통제의 부족에 따라 금융 리스크가 커지게 되었다. 이 같은 위기는 자본금 부족과 부실채권 비중이 과도하여 생긴 것으로써 국유은행의 리스크는 이미 중국 금융시스템의 최대 리스크가 되었다. 따라서 1998년부터 파산 위기에 몰린 4대 국유은행들을 구제하기 위한 조치가 실시되었다.

1998년 재정부는 4대 은행의 부족한 자본금을 보충하기 위해 2,700억위안의 특별 국채를 발행하였고, 이를 통해 1998년 말 명목 자기자본비율이 8%에 달하게 되었다. 1999년 4월 19일, 첫 번째 금융자산관리회사인 신달자산관리회사가 설립되어 중국건설은행과 국가개발은행의 부실채권의 일부를 처리하게 된다. 그해 10월 화융, 장성, 동방 자산관리회사가 추가로 설립되어 4개 자산관리회사가 4대 은행과 국가개발은행의 1조 4,000억위안의 부실자산을 처리하였다. 자본금을 보충하고 부실자산을 정리하는 동시에 중국인민은행은 4대 국유은행이 내부 운영기제를 갖추고, 내부 통제와 관리를 강화하여 부실채권 증가를 통제할 것을 요구하였다. 이 외에도 4대 국유은행은 조직개편을 단행하였다. 1998년부터 4대 은행은 지방의 분점들 중 업무량이 비교적 적거나 장기적으로 손해를 보는 지점들을 통합하고 직원 구조조정을 실시하였다. 2002년 말까지 4대 은행의 약 5만 5천개의 영업망을 폐쇄하였는데, 이는 전체 영업망의 1/3에 달하는 수치이다.

중국인민은행이 4대 국유은행에 자금을 투입한 결과, 4대 국유은행의 총자산, 자본, 예금 등이 모두 증가세를 보였다(표 3-1 참고).

1998년부터 2002년 중 주식제 상업은행은 중국경제와 함께 황금기에 들어서게 된다. 이 단계에서 주식제 상업은행의 규모, 시장점유율과 영업망이 증가하였을 뿐만 아니라 중국 은행산업에서의 영향력이 신장되었다. 더욱 중요한 점은 주식제 상업은행의 경쟁력 제고가 해외 전략적 투자자의 관심을 끌게 되었다는 것이다.

〈표 3-1〉 2000~02년 국유 독자상업은행의 자산, 부채와 예대 금액

(단위: 1조위안)

	총자산	증가율(%)	대출금액	증가율(%)	예금액	증가율(%)	자본총계	증가율(%)
2000	11.15	7.20	6.19	0.00	8.55	12.20	0.5458	6.00
2001	11.90	6.73	6.96	14.44	9.64	12.75	0.6057	10.97
2002	13.36	12.27	7.95	14.22	11.13	15.46	0.5919	−2.26

이 같은 지속적인 노력을 통해 중국 은행산업의 경영관리는 급속히 발전하였다. 그러나 은행의 개혁 발전에도 불구하고 여전히 불합리한 대출구조로 인하여 부실채권의 규모와 위험이 점차 커졌고, 은행 경영 및 조직 구조와 경영 메커니즘은 여전히 전통적인 계획경제적 성격에서 벗어나지 못하였다.

2000년 이후 은행산업에 영향을 미친 두 사건이 발생하였다. 첫째는 2001년 중국이 WTO에 가입한 것으로, 이는 금융업 개방의 이행에 대한 양허를 필요로 하였다. 둘째, 2002년 중국 공산당과 국무원은 '금융감독의 강화와 개혁의 심화, 금융업의 건전한 발전을 위한 몇 가지 의견'을 발표하고 새로운 금융개혁의 서막을 열었다.

4. 2003년~현재

중국 은행산업은 이 시기에 커다란 변혁을 겪었다. 국유 독자상업은행의 주식제 개혁과 상장을 포함하여 시장화와 상업화, 주식회사제를 통한 농촌신용합작사와 새로운 형태의 농촌금융기관 건립, 정책성 은행의 주식회사제 개혁, 주식회사제 은행의 자금유치와 기업공개, 업무개혁 등을 통해 점차 경쟁력을 높여 나갔다. 도시상업은행의 시장공개와 전국적 범위의 경영은 큰 성과를 가져왔으며, 우체국 예금체제의 개혁 역시 중요한 진전을 가져왔다.

전면적이며 심화된 개혁이 진행된 후 은행산업의 전반적인 역량이 제고되었다. 2003년 이후 중국의 은행 관련 금융기관은 자산규모, 성장 속도, 수익창출능력, 자산의 질과 자기자본비율 등에서 모두 큰 성과가 있었다. 중국 은행들의 자산규모는 계속 증가하여 2003년 총자산이 27.66억위안에서

2009년 말에는 78.77억위안으로 증가하였다. 이 중 대형 상업은행의 총자산은 40억위안을 초과하였으며, 주식제 상업은행의 총자산은 11.78억위안에 달하였다(표 3-2 참조).

자산규모의 지속적인 증가와 더불어 중국 은행들의 수익창출능력 또한 계속 상승하였고 세후 이윤이 빠르게 증가하였다(표 3-3 참고). 중국 은행의 2007년 세후 이윤이 4,467.3억위안에 달하였고, 2008년에는 5,833.6억위안으로 증가율이 30.58%였다. 이 중 농촌합작은행과 농촌상업은행의 증가율이 가장 높아서 각각 90.09%, 71.03%이며, 주식제 상업은행은 49.08%, 대형 상업은행의 경우 43.64%였다.

2009년 말 기준 전체 은행의 세후 이윤은 6,684.20억위안으로 전년대비 14.58%가 증가하였다. 그중 우체국 저축은행의 성장률이 395.58%로 가장 높았으며, 농촌상업은행과 정책성 은행이 그 뒤를 이었는데 각각 103.55%, 53.39%였으며 대형 상업은행은 12.96%, 주식제 은행은 9.94%의 성장률을 보였다.

2004년 이래로 교통은행, 건설은행, 중국은행, 공상은행이 시장공개에 성공하였다. 이는 규범화된 회사 경영기구의 설립을 위한 첫걸음이라고 할 수 있다. 각종 지표들을 보면, 국유상업은행의 주식 개혁 이후 경영성과가 크게 좋아졌고 자기자본비율이 상승하였으며 자산의 질 또한 개선되었다. 이윤창출능력과 리스크관리능력도 크게 좋아졌다. 2007년 전 세계적인 불경기에도 불구하고 4대 국유상업은행들의 수익성은 지속적으로 개선되어 각 상업은행의 연간 수익증가율이 30%에 달하거나 초과하였다. 2008년 공상은행의 세후 이윤은 1,111.5억위안으로 1,000억 위안을 돌파하였다. 2009년 공상은행의 세후 이윤은 1,285.99억위안으로 15.7%의 성장률을 보였으며, 중국은행은 2009년 808.2억위안, 건설은행은 1,067억위안, 교통은행은 301억위안의 세후 이윤을 창출하였다.

2003년에는 BIS 자기자본비율 기준을 충족하는 은행이 8개로 0.6%밖에 없었지만, 2008년에는 동 기준을 충족시키는 은행이 204개로 증가하였다. 2009년에는 대출이 크게 증가하여 자본의 질에 대한 요구가 강화되었고, 그 결과 상업은행 전체의 자기자본비율 가중평균이 11.4%에 이르렀다. 2009년 말까지

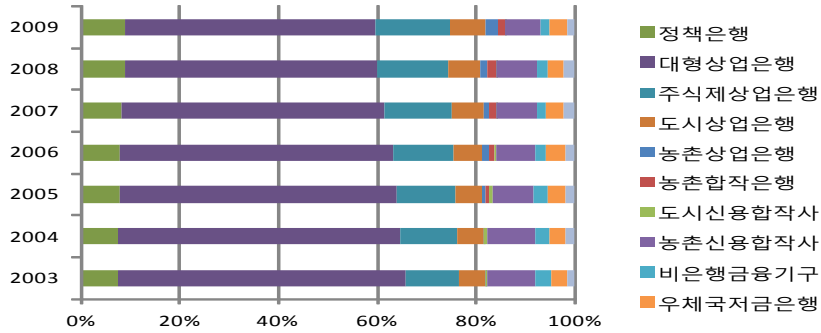
〈표 3-2〉 2003~09년 중국 은행산업 금융기구의 총자산

(단위: 억위안)

	2003년	2004년	2005년	2006년	2007년	2008년	2009년
전체 은행	276,583.80	315,989.80	374,696.90	439,499.70	525,982.50	623,876.30	787,690.50
정책성 은행	21,247.00	24,122.50	29,283.20	34,732.30	42,781.00	56,453.90	69,456.10
대형 상업은행	160,511.70	179,816.70	210,050.00	242,363.50	280,070.90	318,358.00	400,890.20
주식제 상업은행	29,598.60	36,476.00	44,654.90	54,445.90	72,494.00	88,091.50	117,849.80
도시상업은행	14,621.70	17,056.30	20,366.90	25,937.90	33,404.80	41,319.70	56,800.10
농촌상업은행	384.8	565.4	3,028.90	5,038.10	6,096.70	9,290.50	18,661.20
농촌합작은행	–	–	2,750.40	4,653.60	6,459.80	10,033.30	12,791.20
도시신용합작사	1,468.30	1,786.80	2,032.70	1,830.70	1,311.70	803.7	271.9
농촌신용합작사	26,509.20	30,767.00	31,426.70	34,502.80	43,434.40	52,112.60	54,925.00
비은행 금융기구	9,100.00	8,726.80	10,161.90	10,594.10	9,717.00	11,802.30	15,507.80
우체국저금은행	8,984.40	10,849.60	13,786.80	16,122.00	17,687.50	22,162.90	27,045.10
외자은행	4,159.70	5,822.90	7,154.50	9,278.70	12,524.70	13,447.80	13,492.30

자료: 은감회 2009년 연보.

[그림 3-1] 2003~09년 각 은행별 시장점유율



〈표 3-3〉 2007~09년 중국 은행산업 금융기구의 세후 이윤

(단위: 억위안)

	2007년 세후 이윤	2008년 세후 이윤	2008년 성장률(%)	2009년 세후 이윤	2009년 성장률(%)
전체 은행	4,467.30	5,833.60	30.58	6,684.20	14.58
정책성 은행	489.3	229.8	-53.03	352.5	53.39
대형 상업은행	2,466.00	3,542.20	43.64	4,001.20	12.96
주식제 상업은행	564.4	841.4	49.08	925	9.94
도시상업은행	248.1	407.9	64.41	496.5	21.72
농촌상업은행	42.8	73.2	71.03	149	103.55
농촌합작은행	54.5	103.6	90.09	134.9	30.21
도시신용합작사	7.7	6.2	-19.48	1.9	-69.35
농촌신용합작사	193.4	219.1	13.29	227.9	4.02
비은행금융기관	333.8	284.5	-14.77	298.7	4.99
우체국저금은행	6.5	6.5	0.00	32.2	395.38
외자은행	60.8	119.2	96.05	64.5	-45.89

자료: 은감회 2009년 연보.

239개 상업은행의 자기자본비율이 모두 기준에 도달하였다. 2006년은 중국 상업은행의 자기자본비율이 기준에 도달한 원년으로 주식제 상업은행은 상업은행 자기자본비율인 8%와 핵심(Tier 1) 자본비율 4%를 유지하였다. 더불어 자본관리 강화와 주식개혁을 통한 상장 및 발행 증가, 채권발행, 기관투자자 유인 등의 방식으로 자본을 보충해 나갔다. 2006년 주식제 상업은행 중

〈표 3-4〉 2005~09년 상장된 4대 상업은행의 총자산과 이익

(단위: 억위안)

	2005년 말		2006년 말		2007년 말		2008년 말		2009년 말	
	총 자산	세후 이윤	총 자산	세후 이윤	총 자산	세후 이윤	총 자산	세후 이윤	총 자산	세후 이윤
공상 은행	64,572	378.69	75,095	494.36	86,843	819.9	97,577	1,111.5	117,851	128,5.99
중국 은행	47,446	317.92	53,320	480.58	59,956	620.36	69,557	650.7	87,519	808.2
건설 은행	45,857	470.96	54,485	463.22	65,982	691.42	75,555	926.4	96,233	1067
교통 은행	14,200	95.09	17,157	125.45	21,031	205.13	26,783	284.2	33,091	301

〈표 3-5〉 2003~09년 상업은행의 자기자본비율 충족 현황

(단위: 개)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
기준 도달 은행 수	8	30	53	100	161	204	239
기준 도달 자산비율(%)	0.6	47.5	75.1	77.4	79	99.9	100.00

자료: 은감회 2009년 연보.

浙商銀行과 招商銀行의 자기자본비율이 가장 높아 각각 11.77%, 11.40%였다. 그중 浙商銀行은 설립된 지 오래되지 않은 은행이었지만 규모가 크고 자본이 비교적 풍부하였다. 招商銀行은 26.62억위안의 H주 발행에 성공했으며 저자본·고수익의 업무구조를 가졌던 것이 높은 자기자본비율을 유지하는 데 도움이 되었다. 中信銀行, 푸동발전은행, 恒丰銀行은 자기자본비율이 9%를 넘는데, 이는 증자 혹은 후순위채권 발행에 의한 자본 보강이 이루어졌기 때문이다. 2007년 감독기준을 통과한 은행과 통과하지 못한 주식제 상업은행들도 기업공개가 진행되었고, 주식발행 증가, 후순위채권의 발행 등을 통해 자본을 보충해 왔다. 興業銀行의 A주 상장 성공처럼 민생 은행은 발행량 증가와 전환 가능한 후순위채권을 성공적으로 발행했다. 深圳發展銀行은

[그림 3-2] 2003~09년 자기자본비율 기준 달성 상업은행의 수와 기준 도달 자산의 비율



〈표 3-6〉 2005~08년 상장된 4대 국유상업은행의 핵심자본비율과 자기자본비율 상황

(단위: %)

	2005년 말		2006년 말		2007년 말		2008년 말	
	핵심 자본 비율	자기 자본 비율	핵심 자본 비율	자기 자본 비율	핵심 자본 비율	자기 자본 비율	핵심 자본 비율	자기 자본 비율
공상은행	8.11	9.89	12.23	14.05	10.99	13.09	10.75	13.06
중국은행	8.08	10.42	11.44	13.59	10.67	13.34	10.81	13.43
건설은행	11.08	13.59	9.92	12.11	10.37	12.58	10.17	12.16
교통은행	8.78	11.20	8.52	10.83	10.27	14.44	9.54	13.47

국유지분 개혁방안을 통해 유가증권을 발행하였고, 華夏銀行은 20억위안의 후순위채권을 발행하였다. 중앙회금투자유한공사[1]는 은행들에 200억달러의 출자를 하였으며, 2008년 9월 말 기준 주식제 상업은행들의 자기자본비율은 모두 기준에 도달하게 되었다.

2009년 말까지 상업은행은 5등급 자산건전성 분류기준에 따라 부실채권을 4,973억위안 정도 보유하고 있었으나, 연초와 비교하여 630억위안이 줄

1 중국중앙회금유한공사(中央匯金有限公司)는 중국투자유한책임회사가 설립한 100% 출자의 자회사이다. 동 회사는 국유상업은행의 부실채권 정리를 지원하기 위하여 이들에 대한 지분투자를 실시하였다.

어들고 연간 0.84%씩 줄어들어 1.58%의 부실채권비율을 유지하였다(표 3-7 참고). 또한 은행산업의 지속적인 개혁에 힘입어 부실대출 정리의 속도가 빨라지고 자산의 질이 크게 개선되었다. 〈표 3-8〉에서 볼 수 있듯이 주식제 상업은행의 부실대출률은 은행 중 가장 낮은 수준인데, 이는 주식제 상업은행이 비교적 늦게 설립됨에 따라 시장화의 정도가 비교적 높아 부실대출에 대한 통제가 효과적으로 이루어졌고, 자산의 질 또한 잘 관리되었기 때문이다.

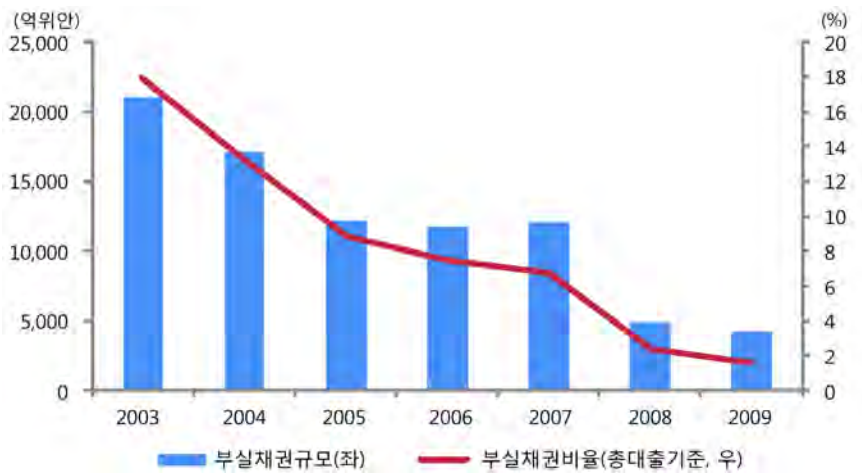
〈표 3-7〉 2003~09년 주요 상업은행의 부실대출 현황표

(단위: 억위안, %)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
부실채권금액	21,044.60	17,175.60	12,196.90	11,703.00	12,009.90	4,865.30	4,264.50
고정	3,201.10	3,074.70	2,949.60	2,270.70	1,844.30	2,248.90	1,691.00
회수 의문	11,130.70	8,899.30	4,609.00	4,850.30	4,357.50	2,121.50	2,015.70
손실 추정	6,712.80	5,201.60	4,638.40	4,581.90	5,808.10	494.9	557.8
부실대출률	17.9	13.2	8.9	7.5	6.7	2.4	1.6
고정	2.7	2.4	2.2	1.5	1	1.1	0.6
회수 의문	9.4	6.8	3.4	3.1	2.4	1.1	0.8
손실 추정	5.7	4	3.4	2.9	3.3	0.2	0.2

자료: 은감회 2009년 연보.

[그림 3-3] 2003~09년 주요 상업은행의 불량대출 잔액과 비율



〈표 3-8〉 2009년 상업은행의 부실채권 현황표

(단위: 억위안, %)

	국유 상업은행	주식제 상업은행	도시 상업은행	농촌 상업은행	외자은행
부실채권금액	3,627.30	637.2	376.9	270.1	61.8
고정	1,448.10	242.8	205.8	110.4	24.2
회수 의문	1,779.10	236.6	123.3	153.9	21.1
손실 추정	400	157.8	47.8	5.8	16.5
부실대출률	1.8	1	1.3	2.8	0.9
고정	0.7	0.4	0.7	1.1	0.3
회수 의문	0.9	0.4	0.4	1.6	0.3
손실 추정	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2

자료: 은감회 2009년 연보.

2009년 주식제 상업은행 전체의 부실대출 규모는 637.2억위안이었고 전체 부실대출률은 1%로, 외자은행의 부실대출률 0.9%보다는 약간 높은 수치이나 중국 국내 은행들 중에서는 가장 낮은 부실대출비율에 해당한다. 이는 국유상업은행의 1.8%와 농촌상업은행의 2.8%와 비교할 때 상당히 낮은 수준이다.

2009년 현재 중국 주식제 상업은행 전체의 부실채권 총액은 637.2억위안으로 전체 부실채권의 1%를 차지한다. 외자은행의 약 0.9%보다 높은 편이며, 중국 자본의 은행들 중 가장 낮은 수치이다. 국유상업은행은 1.8%, 농촌상업은행은 2.8%의 부실채권비율을 보이고 있다.

중국 은행산업의 리스크 대응능력이 크게 강화되었다. 2009년 말까지 상업은행의 지급준비금은 8,683억위안으로 전년과 비교해 947억위안이 증가되었고, 대손충당금 적립비율이 155%로 연초보다 38.6%가 증가하였다. 리스크 보완능력도 강화되었다(표 3-9 참고). 그중 대형 상업은행의 대출충당금 비율은 183.1%로 연초 대비 30.2%가 상승하였고, 대손충당금 적립비율은 147.2%로 연초 대비 37.4%가 상승하였다. 주식제 상업은행의 대손준비금 비율은 162.3%로 연초 대비 36.2%가 하락하였다. 대손충당금 적립비율은 201.8%로 연초 대비 32.2% 상승했다.

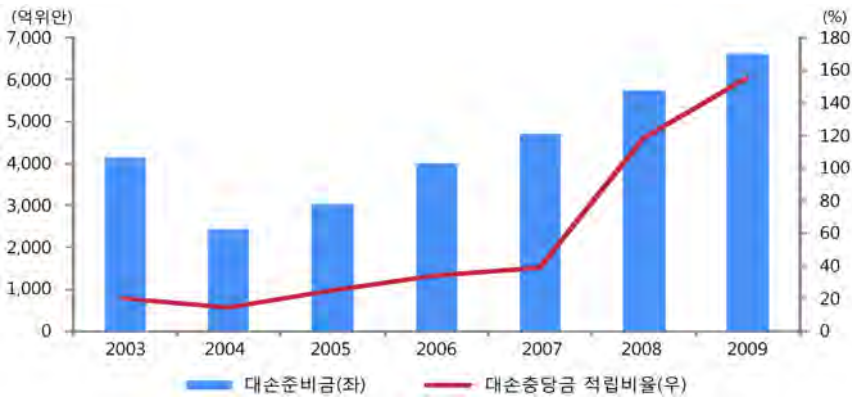
〈표 3-9〉 2003~09년 상업은행의 부실대출 대손충당금 적립비율 현황표

(단위: 억위안)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
대손준비금 금액	4,152.70	2,430.60	3,030.80	4,009.90	4,706.70	5,736.20	6,625.10
부실대출 금액	21,044.60	17,175.60	12,196.60	11,703.00	12,009.90	4,865.30	4,264.50
대손충당금 적립비율	19.7%	14.2%	24.8%	34.3%	39.2%	117.9%	155.4%

자료: 은감회 2009년 연보.

[그림 3-4] 2003~09년 주요 상업은행의 부실대출 대손충당금 적립비율 현황



제3절 은행산업의 발전환경 분석

1. 제도의 변천

최근 30년 동안 중국 은행산업의 개혁은 전적으로 중국의 제도 변화와 경제체제 개혁의 배경 아래 진행되었다. 제도환경의 변화와 금융 관련 법의 지속적인 개선은 중국 은행산업계의 발전에 중요한 영향을 미쳤다.

가. 시장화 개혁의 심화

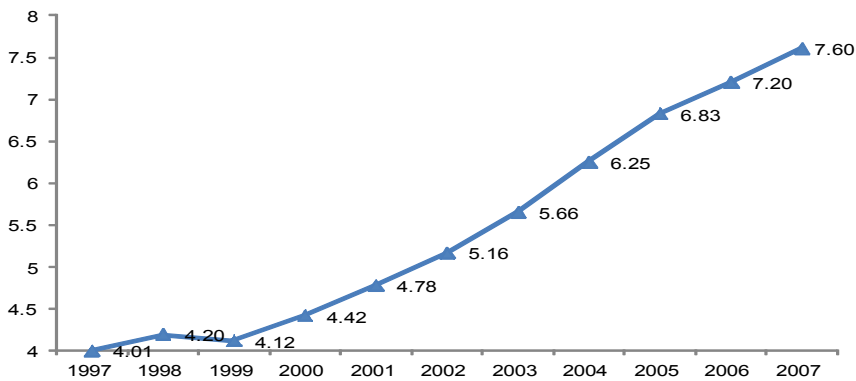
1978년 제11기 3중전회 이후 중국은 시장경제체제로의 개혁을 지향점으로 하였다. 1992년 초 등소평(鄧小平)은 '남순강화' 중 지난 10여 년의 교훈을 언급하며 시장경제개혁을 재차 강조하였다. 1992년 10월 제14차 당대회는 사회주의 시장경제체제의 건설목표를 정식으로 확정하였다. 1994년 당의 제14기 3중전회에서는 「사회주의 시장경제체제 건립에 대한 몇 가지 결정」을 통과시키고, 미래 중국의 사회주의 시장경제의 기초 노선을 제시하였다. 이후 개혁은 실질적이고 전면적인 새로운 경제체제를 설립하는 단계로 돌입하였다. 이는 중국 개혁의 가장 중요한 단계이다. 이 단계에서의 주요 개혁 내용은 다음과 같다.

첫째, 국유기업의 개혁이다. 국유기업 개혁에 있어서 '재산권 명확화, 권한과 책임의 명확화, 정경분리, 과학적 경영'의 원칙하에 현대기업제도 설립을 목표로 한다.

둘째, 완전한 상품시장의 발전과 모범적인 생산요소시장 육성, 개방과 경쟁이 있는 경제체제 형성이다.

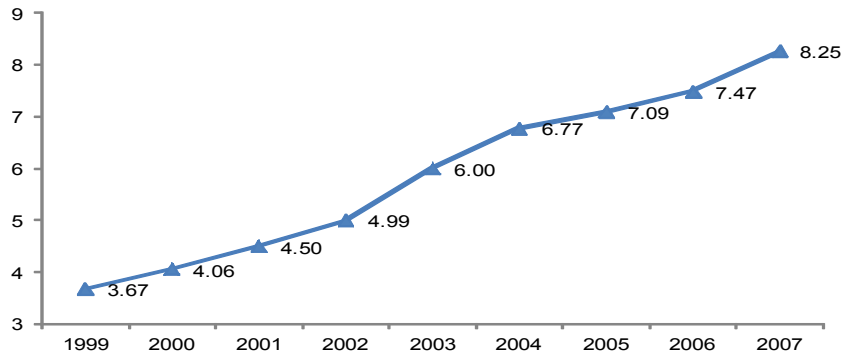
셋째, 거시경제 조정체제의 설립과 완전화이다.

[그림 3-5] 1997~2007년 성(省)의 시장화지수 평균(티벳성 제외)



자료: 樊綱, 「중국 시장화지수 – 각 지역 시장화의 진전 2009년 보고」.

[그림 3-6] 1999~2007년 금융업 시장화지수 각 성의 평균값(서장 제외)



자료: 樊綱, 「중국 시장화지수 – 각 지역 시장화의 진전 2009년 보고」.

넷째, 대외경제 개혁의 심화이다. 대외개방을 더욱 확대하고 개방의 수준을 높여 개방형 경제로 발전시키고 합리적으로 외자를 활용한다.

중국의 시장화 개혁이 심화됨에 따라 각종 제도들이 개선되고 중국 시장화지수 역시 지속적으로 상승하였다. 거시경제학자 樊綱과 王曉魯의 「중국 도시화지수 – 각 지역 시장화 진전도에 대한 2009년 보고」에 따르면 중국 시장화지수의 성(省)별 평균은 꾸준히 상승해 왔다. 1999년 4.12에서 2007년 7.60으로 상승했는데, 이 중 절강, 상해, 북경, 광동의 지수가 높았다. 이 밖에도 시장화지수 중 금융업 시장화지수의 수치가 1999년 3.67에서 지속적으로 증가하여 2007년 8.25에 이르렀다.[2]

나. 은행 입법체제의 개선

중국 은행산업 개혁의 핵심은 건전한 경영과 내부통제, 리스크 예방 메커니즘을 설립하는 것이다. 그 수단으로는 일련의 입법과정을 통해 리스크를 제거하고 실제적인 진전을 꾀하는 것이다. 1995년부터 「인민은행법」, 「상업은행법」, 「보험법」이 공표된 후 2003년 「은행산업 관리감독법」이 입법되었

2 금융업 시장화지수는 금융업의 경쟁과 신용대출자금의 시장지향적 분배에 따라 산출된다.

으며, 상기 5개 법률은 중국 금융산업의 주요 법률규범으로 자리 잡기 시작하였다. 이는 중국 은행산업의 개혁 심화와 견실한 발전에 매우 중요한 역할을 수행하였다.

먼저 첫 번째 단계는 1978년부터 1993년으로, 이 시기에는 독점적인 은행체계에서 중앙은행과 전문은행의 이원화된 은행체계로 발전한다. 1986년 1월 국무원은 처음으로 중앙정부 차원의 종합적인 금융관리감독 법규「은행관리시행조례」를 발표하였다. 본 조례는 은행의 관리와 체제개혁을 이끄는 역할을 수행하였으나, 중앙은행 직능 규정은 여전히 전통적인 색채를 강하게 띠고 있었다. 예를 들어 인민은행에 경제발전, 화폐안정, 사회경제적 효과와 이익제고 등 상충되는 정책목표들을 부여하였다.

두 번째 단계는 1994년부터 2003년으로, 국유은행의 시장화 개혁 단계이다.「인민은행법」이 통과되어 인민은행이 중앙은행으로서의 지위와 성격, 직능을 보유하고,「상업은행법」은 상업은행의 단일 법인제도와 상업화 경영원칙을 확고히 하였다. 이는 국유 전문은행의 상업은행으로의 방향 전환을 촉진하였을 뿐 아니라, 은행 리스크 관리제도의 도입을 통해 예금자 이익을 보호하고자 노력하였다. 동법은 상업은행의 보수적 경영을 위한 지침이 되었을 뿐 아니라 중국 상업은행 시장화 개혁의 시발점이 되었으며, 특히 금융의 분업경영 구도를 처음으로 확립시켰다.

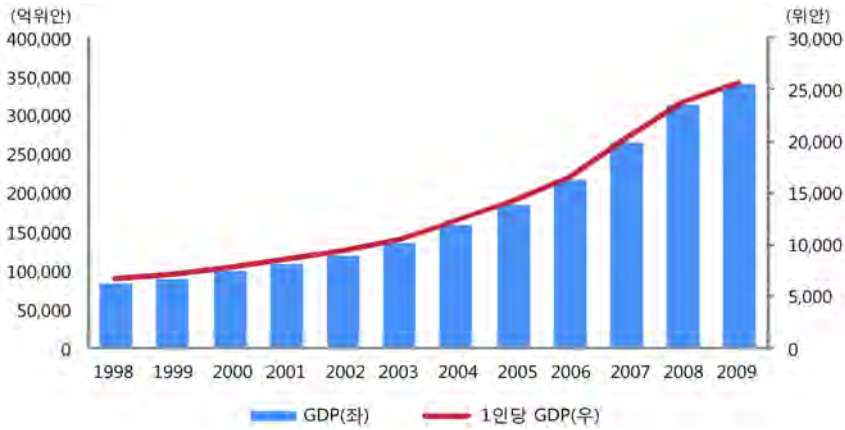
세 번째 단계는 2003년부터 현재까지로, 이 단계의 특징은 상업은행의 주식제 개혁이 지속적으로 심화되었다는 특징이 있다.「은감법」의 등장으로 중국의 금융업 감독구조가 확립되었다. 2003년 12월 27일 제10기 전인대 상무위원회의 제6차 회의에서「중화인민공화국 은행산업 관리감독법」이 통과되었다. 동법은 은행산업의 관리감독 행위를 위한 전문 법률로서 은감회의 직능과 기능을 법으로 보장하고, 은감회의 목표, 권한과 책임, 감독 수단을 명백히 규정하는 등 은행감독을 위한 기본법이자 관련 핵심 내용이 포함되어 있다. 중국 은행산업의 안정적인 발전 속도에 따라 은감회가 신중하게 제정한 규칙들은 '바젤핵심원칙(Core Principles for Effective Banking Supervision)'과 유사하다. '은행감독의 효율성 제고를 위한 중장기 계획'의 지속적인 실행 이외에도 2007년 2월 '중국은행산업 Basel II 실행을 위한 지

도의견'이 발표된 이후 은감회는 '상업은행 내부 등급평가체제 감독 지도'와 '내부 리스크 보고 지도' 등 6개의 감독지침을 연이어 내놓았다. 이를 통해 상업은행의 전면적인 리스크 관리능력 제고와 국내 대형은행의 국제 경쟁력 배양, 은행체제의 외부충격에 대한 대응력 증가와 자본감독 효율성 증대를 위한 제도의 기초를 다졌다.

2. 경제환경의 변천

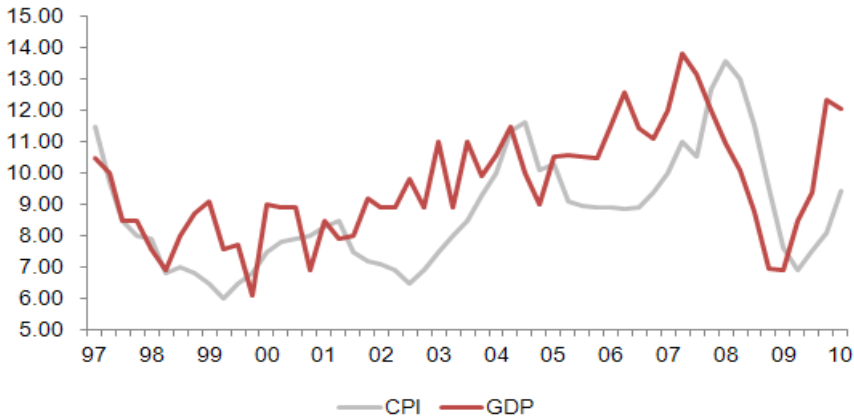
30여 년의 개혁·개방은 중국의 경제력을 크게 제고시켰으며, 상당한 경제환경의 변화를 가져왔다. GDP는 한 국가 또는 지역의 종합적인 경제능력을 보여주는 지표이다. 중국의 국내 총생산은 1978년 3,654.2억위안에서 2009년 340,506.9억위안으로 93배 증가하였다. 1인당 GDP는 1978년의 381.23위안에서 2009년 25,575.48위안으로 증가했는데, 10,000위안을 처음 돌파한 시기는 1인당 GDP 10,541.97위안의 2003년이다.

[그림 3-7] 1998~2009년 GDP와 평균 1인당 GDP



자료: 國泰安數据庫(GTA data).

[그림 3-8] 1997~2010년 GDP와 CPI 시계열



3. 통화정책환경의 변천

중앙은행이 실시하는 통화정책의 주요한 수단은 예대율과 신용대출정책, 지급준비율 조정 등으로 중앙은행은 이를 통해 은행의 이자수입과 신용대출 규모에 영향을 주어 은행산업 전반에 영향력을 행사하였다.

2003년 중국 중앙경제공작회의는 적극적인 재정정책과 안정적인 통화정책을 실시하고, 보수적인 거시경제정책의 연속성과 안정성을 도모하였다. 2004년에는 안정적인 재정정책과 통화정책을 통해 거시경제 조정의 효과를 공고히 하였다. 2005년은 재정정책 및 통화정책의 지속적·안정적 정책 추진과 제11차 5개년규획이 시작되었다. 2006년은 경제발전의 새로운 목표인 '고도성장과 안정적인 경제발전과 균형발전'을 제시하였으며, 2007년에는

〈표 3-10〉 1997~2009년 화폐 공급량

(단위: 억위안)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
M2	17.3	14.8	14.7	12.3	14.4	16.8	19.6	14.7	17.6	17	16.7	17.8	27.7
M1	16.5	11.9	17.7	16	12.7	16.8	18.7	13.6	11.8	17.5	21.1	9.1	32.4
현금(M0)	15.6	10.1	20.1	8.9	7.1	10.1	14.3	8.7	11.9	12.7	12.2	12.7	11.8

자료: 中國經濟信息网數据庫(China Economic Information Network).

중요 업무를 '과잉 유동성 방지'에서 '과잉 유동성과 인플레이션 방지'로 조정하였고, 화폐정책은 '안정적 긴축'에서 '긴축'으로 전환하였다. 2008년에는 거시정책의 '두 가지 방지(경기과열 방지와 물가상승 방지)'에서 '유지와 통제(경제의 빠르고 안정적인 성장 유지와 물가상승 방지)'로 전환되었고 다시 '융통성 있고 신중한' 정책으로 선회하였다. 2009년에는 적정 수준의 확장적 화폐정책, 2010년에는 원자바오(溫家宝) 총리가 兩會에서 언급했듯이 통화정책으로 '적정한 확장적 화폐정책'의 유지, 경제안정 유지에 따라 인플레이션 예측능력 강화, 적절한 규모의 유동성 회수, 각종 리스크 관리 및 대응능력 강화 등이 제시되었다.

4. 감독환경의 변천

금융개혁은 금융관리감독체제의 개혁을 전제로 한다. 중국의 금융개혁이 진행됨에 따라 중국 은행감독체제가 형성되어 점차 완전하기에 이르렀는데, 이는 은행산업의 발전과 개혁에 중요한 작용을 하였다. 관리감독체제의 발전과정을 살펴보면, 중국의 금융감독정책은 '겸업감독 → 분업감독 → 점진적 겸업감독'으로 전환되었다.

가. 1997년 이후의 분업감독

아시아 외환위기를 겪고 1997년 11월에 개최된 전국 금융공작회의에서 중국인민은행의 관리체제 개혁 일정이 다시 논의되었다. 중공 중앙의 「금융개혁의 심화와 금융질서 정돈, 금융 리스크 예방에 대한 통지」 결정에 따르면, 효과적인 화폐정책을 위하여 금융업의 관리감독을 강화하고 인민은행의 성별 지점의 폐쇄와 대권역 지점의 설립 등 금융감독기능이 강화되었다. 1998년에 시행한 중국의 금융감독체제 개혁은 분업 관리감독체제의 형성을 위한 중요한 발걸음이 된다. 먼저 중국인민은행의 관리체제 개혁이 진행되었다. 1998년 4월 국무원 기구 개혁방안에 따라 국무원 증권위원회와 중국 증권감독위원회는 국무원 직속 부서급 단위의 중국증권관리감독위원회로 합병하

고, 증권시장의 감독관리기능을 전문적으로 수행하였다. 1998년 9월 국무원은 중국 증감회의 '세 가지 확정(직능, 기구, 조직 편제의 확정)' 방안을 승인하고, 증감회의 국무원 직속기구화와 전국 증권 및 기타 금융시장의 감독직무를 명확히 하였다. 인민은행은 증권과 보험 산업의 감독직능을 담당하지 않고, 증감회에 증권기관의 감독기능을 모두 넘겼다. 1998년 11월 18일 중국 보험감독위원회가 설립되어 보험업에 대한 독자적인 감독업무를 시작하였다.

이 시기 인민은행의 금융기관 감독은 대출의 5등급 분류제도, 상업은행의 신용 리스크 관리 강화 촉구 및 회사 경영구조의 개선, 부실대출의 감소라는 세 측면에서 이루어졌다. 2001년 12월 중국인민은행은 '대출의 질에 따른 5등급 분류 관리제도의 전면적 시행에 대한 통지'와 '대출 리스크 분류 지도원칙'을 발표하고, 2002년부터 전국 각종 상업은행이 채권의 5분류제도와 실행세칙을 입안하였다. 또한 이를 일상적인 신용대출 관리에 활용케 하고, 분기마다 인민은행에 그 5분류 결과를 보고하도록 하였다. 주식제 상업은행의 경우에도 전면적인 대출의 5분류 부실채권 분류기준을 적용하게 하였다. 「도시상업은행 대출 5등급 분류 실시에 대한 의견」이 제정되면서 도시상업은행의 대출 5분류 요강이 확정되었다.

2003년 4월 28일 중국은감회가 설립된 이후, 중국인민은행의 직무였던 은행감독업무가 이전된다. 이는 중국의 은행산업 감독체제 개혁의 중대한 조치로, 중국 금융의 분업감독체제의 상징과도 같다. 은감회의 설립 이후, 해외의 경험을 본보기로 삼고 중국의 상황에 맞춰 '대출 분류의 정확성 제고와 자기자본비율의 기준 달성'이라는 새로운 감독관리 목표를 확립하고, 회사의 경영과 내부통제 기제를 실질적인 감독관리의 착안점으로 삼았으며, 리스크 관리, 내부 통제, 자기자본비율, 손실준비금, 리스크의 과도한 집중(風險集中), 유동성 등의 분야에서 은행산업 금융기구에 대한 관리·감독을 강화하여 소기의 성과를 보았다. 2005년 말 은감회의 관리·감독은 은행산업 개혁의 중대한 돌파구가 되었다. 2005년 주요 상업은행(국유상업은행과 주식제 상업은행)의 부실채권율은 처음으로 한 자릿수까지 하락하였다. 2003년의 17.2%에서 8.9%로 감소하여 장기간에 걸친 두 자릿수 부실채권비

율에서 벗어났다.

나. 점진적인 겸업감독체제로의 이동

중국 금융산업은 30년의 개혁·개방 과정에서 분업경영을 점차 확립시켰다. 금융산업의 종합적인 경영능력이 강화되고 금융의 국제화가 빠르게 발전하면서 금융의 분업감독체제의 한계가 점차 나타나게 되었고, 중국의 금융감독관리체제는 또다시 개혁의 기로에 놓이게 되었다. 특히, 미국의 서브프라임 모기지 위기의 영향이 전 세계에 미치면서 중국 금융감독체제 개혁이 더욱 시급해졌다. 당의 17차 보고에서는 이미 중국 정부부문의 미래 개혁의 방향은 대부처 제도임을 명확히 하였다. 따라서 중국 금융산업 또한 적절한 시기에 통일된 감독체제를 채택하여, 중국 경제 및 금융 발전 현황과, 미래에 부합하고 세계적인 금융관리감독 추세에 보조를 맞추는 방향으로 변화할 것이다.

5. 회사 관리환경의 변천

30년에 걸친 중국 은행산업의 개혁과정에서 개혁의 성공과 실패의 척도는 중국 은행에 기업적 경영체제를 건립하는지의 여부이다. 중국의 국유은행 주식회사제 개혁의 핵심은 국유은행의 자기자본금 개선, 내부 통제의 엄밀성, 안정적 운용, 서비스 및 수익의 안정성을 보장하여 현대적 주식회사제 금융기업이 되는 것이다. 여기서 중요한 점은 중국의 현실에 부합하며 실현 가능한 소유지배구조를 확립하는 것이다. 현대적 소유지배구조 확립은 금융기관의 체제 개혁에 있어 중요한 부분 중의 하나이다.

시장경제환경에서 기업지배구조는 기업에서 가장 중요한 제도이다. 각국의 회사법을 살펴보면, 일반적으로 기업지배구조의 기본 조직구조, 예를 들어 이사회의 기본 구조와 주주 보호, 채권자의 권리에 대한 기본적 원칙은 법률로 규정되어 있다. 일반적으로 선진국의 우량은행들의 기업지배구조는 이하 다섯 가지 특징이 있다. (1) 은행 내부에 효율적인 분권구조와 명확한

직책 범위, (2) 내부 통제 메커니즘과 리스크 관리체제, (3) 주주의 가치와 연동된 효율적인 관리감독 심사 메커니즘, (4) 과학적 인센티브와 상벌 체제, (5) 가격책정과 원가산출, 리스크 관리, 내부 통제와 같은 선진적인 정보관리체제 등이 그것이다.

은감회는 개혁 초기 당중앙과 국무원의 개혁목표에 따라 기업지배구조를 핵심 개혁대상으로 삼고 국제적 은행들의 기업지배구조 경험을 연구하되 중국 은행산업의 현실도 고려하여, 2004년 초 '중국은행, 중국건설은행의 기업지배구조 개혁과 관리감독 지도'를 정식으로 시행하였다. 이후 개혁의 진행상황에 따라 지도의 내용이 개정되고 완성되었다. 2006년 4월에 발표한 '국유상업은행 경영관리와 유관 관리감독 지도'는 현대적 금융기업의 기업지배구조에 부합하는 10가지의 요구사항을 설정하고, 이를 국유상업은행의 기업지배구조 개혁의 방향으로 삼았다.

가. 경영구조의 개선

주식제 개혁 이후 국유상업은행은 현대 주식제 상업은행의 기업지배구조의 필요에 따라 대규모의 주식총회, 이사회, 감사회와 고위경영층의 '三會一層'의 기업지배구조를 확립하고, 이에 상응하는 회사규정과 의사규칙을 제정하였다. 이에 따라 기업지배구조의 구조와 실제는 꾸준히 선진 은행에 가까워져서 외형뿐 아니라 본질도 유사하게 변화하였다. 초기에 형성된 경영결정 메커니즘, 감독기관과 관리자 사이의 권한과 책임이 분명해져 효율적인 견제와 균형을 이루고 협조적으로 운영되는 기업지배구조를 갖추게 되었다.

주식제 개혁과 전략적 투자자의 유치는 소유지분 다원화를 촉진하였고 기업지배구조에 새로운 방법과 개념을 도입하게 했다. 골드만삭스는 투자은행 부문에서 30여 년 가까이 근무한 Chistopher Cole을 이사로 파견하였고, HSBC는 자본과 법률 시장에서 25년의 경력이 있는 Shi Meilun(史美倫)을 파견하였다. 이들과 국유 주주 이사들은 함께 국유은행의 경영에 새로운 활력을 불어넣었으며, 4대 국유상업은행의 전략적 시야를 넓혔다. 또한 풍부

한 경험과 전문소양을 바탕으로 시장에 대한 판단력을 높여 주어 이사회의 의사결정 수준을 높여 주었다.

나. 시장화 경영관리로의 경영이념 전환

주식제 개혁의 심화와 기업지배구조 개선의 과정에서 중국 은행산업은 다양한 시장지향의 경영이념을 도입하였다. 먼저 시장가치 최대화 개념을 수립하여 은행이 시장에서 주주의 권익을 고려할 것을 요구하였다. 둘째, 자본제약 개념을 수립하였다. 지난 몇 년의 경험에서 알 수 있듯이 자본제약은 은행의 자기자본비율을 제한한다. 고위험 자산을 줄이고 자기자본비율을 제고하여 안정적인 경영을 추구하게 하였다.

다. 인센티브 메커니즘의 개선

과학적인 인센티브 메커니즘은 기업지배구조의 주요 구성요소로, 과학적 발전을 촉진하고 경영관리 전략목표를 보장한다. 국유은행의 끊임없는 경영이윤, 총자산수익률, 총자본수익률, 매출자본비율, 부실채권과 대손충당금 적립비율 등 핵심 지표가 포함된 전면적 경영성과 평가 시스템을 지속적으로 개선해 왔으며, 이외에도 은행의 연속 등급 평가, 핵심성과지표(KPI), 균형성과지표(BSC) 등의 계량적 성과지수체계를 도입하였다. 이 중 경제적 자본의 계획과 실행 상황을 성과의 주요 근거로 삼아 자본제약을 강화하고, 경제적 부가가치(EVA)와 자본에 대한 위험조정수익(RAROC)을 통하여 서로 다른 금융기관, 업종 및 고객가치 창조능력 등을 성과지표에 반영하였다.

은행 등급평가 방법은 가치창조지표를 포함하고 있다. 동 산업 간 경쟁력 지표, 리스크의 질적 지표, 효율성 비용지표, 내부 통제 및 실행력 지표 등 5개 부분의 17개 심사지표를 사용하여 각 지점의 전반적인 경영상태를 효과적으로 평가할 수 있다. KPI 심사방법은 경제적 편익지표, 리스크 지표, 전략적 지표 및 가감항목지표 등 네 카테고리에 포함되는 18개 지표로 중간관리자의 매해 목표 성과를 평가하는 데 사용된다. 이 방법은 경영책임을

구체화하고 매년 경영목표의 실현과 장기적 가치창조 능력의 발휘, 특히 은행의 경영전략 전환에 매우 중요하다. BSC 시스템은 기층조직과 직원의 재무적 지표 이외에도 비재무적 지표를 포함한다. 시장, 고객, 직원 및 내부관리 등 잠재적 발전요인과 재무요소 간의 내재적 관계를 고려하여 기층조직과 직원들이 은행의 전략적 목표를 달성하고 함께 발전할 수 있도록 도와준다.

제4절 은행산업 발전과정의 모순과 도전

중국의 은행산업은 십여 년의 발전을 거듭하여 영업이익이나 자산건전성 측면에서 세계적인 은행으로 거듭나고 있다. 그러나 빠르게 변하는 시장환경 속에서 중국 은행산업의 발전에는 적지 않은 도전이 내재되어 있다.

1. 국유상업은행의 연성예산제약과 도덕적 해이

1980년 J. Kornai 교수는 계획경제에 주로 적용되는 연성예산제약(soft budget constraint)이라는 개념을 최초로 제시하였다. '연성예산제약'이란 한 경제조직이 재무적 어려움에 처해 있다 하더라도 외부조직의 지원을 통해 지속적으로 생존할 수 있는 경제현상을 의미한다. 그 반대개념은 강성예산제약(hard budget constraint)으로 '적자생존, 약육강식'의 시장경제체제를 의미한다.

상업은행의 연성예산제약은 상업은행이 파산상태에 처했을 때 외부조직의 비(非)시장적 수단을 통해 자금을 공급받아 파산을 면할 수 있다는 개념으로 해석된다. 상업은행의 연성예산제약은 중국처럼 시장경제체제로 가는 과도기에 있는 국가에서만 나타나는 현상은 아니다. 미국 등 시장경제체제가 잘 갖추어진 국가에서도 이와 같은 현상이 나타날 때가 있다. 그러나 중국의 상업은행, 특히 국유 독자상업은행의 연성예산제약은 미국 등 시장경제체제가 성숙한 나라들보다 심각하다. 2002년 말 현재, 중국 4대 국유은행

의 평균 부실채권율은 21.25%에 달하였다. 중국의 국유상업은행이 이처럼 높은 부실채권율을 짊어지면서 영업을 계속할 수 있었던 주요 원인은 중국의 국유상업은행에 심각한 연성예산제약이 있었기 때문이다.

중국은 시장경제체제로 가는 길목에서 '약한 재정(弱財政)'과 '강한 금융(强金融)'이 서로 대조를 이룬다. 정부의 재정지원을 통한 경제조정능력이 점점 약해지고 재정적 측면에서 국유기업의 연성예산제약이 더욱 심각해지고 있는 상황에서, 정부는 국유상업은행에 대한 통제능력을 강화시켜 정부가 지원하고자 하는 기업과 산업에 금융지원을 용이하게 하였다. 따라서 국유상업은행이 국유기업의 연성예산제약 문제를 해결하기 위해 자금을 동원하는 과정에서 결국은 상업은행 본연의 연성예산제약을 더욱 악화시켰던 것이다.

1997년 아시아 금융위기 이후, 수년 동안 중국정부는 국유상업은행에 더 많은 지원을 하였다. 예를 들어 재정부는 2,700억위안에 달하는 30년 만기의 특별 국채를 발행해 국유상업은행의 자본금을 충당하였다. 또 다른 예로는 400억위안을 출자해 화융자산관리공사, 장성자산관리공사, 동방자산관리공사, 신달자산관리공사 등 네 개의 금융자산관리공사를 세워 4대 국유상업은행의 부실자산을 정리하였다. 중국정부는 각종 지원정책들을 통해 국유독자상업은행이 국가신용이라는 눈에 보이지 않는 담보를 얻도록 해 준 것이다. 즉, 이러한 담보로 국유상업은행이 대량의 부실채권을 누적하고도 생존할 수 있게 해 주었을 뿐만 아니라, 일반 개인들이 맡긴 예금이 국유 독자상업은행의 안정화를 위한 자금으로 활용될 수 있는 길을 터 준 셈이다.

연성예산제약은 이외에도 많은 후유증을 유발했다. 첫째, 상업은행들의 기회주의적 태도를 용인함으로써 큰 리스크에도 불구하고 높은 수익을 추구하여 부실자산을 양산하는 것을 용인했다. 둘째, 정부의 간섭이 있을 것이라는 점을 알면서도 정부의 지원으로 패자부활이 가능하다는 점을 믿고 위험이 따르는 투자를 지속할 수 있었다. 셋째, 상업은행의 연성예산제약이 채무자의 지대추구행위(rent seeking behavior)를 더욱 키우고, 상환이행의 동기를 약화시키는 등 도덕적 해이를 초래하였다. 즉, 중국의 경제체제 전환과정에서 상업은행이 일정 정도 국유기업의 연성예산제약을 보장해 주는 상업은

행의 연성예산제약이 강화되었고, 이에 따라 채무자의 도덕적 해이가 더욱 심해진 것이다.

2003년 이후 중국정부는 4대 상업은행을 포함한 기타 금융기관의 개혁을 단행했다. 4대 은행에 대한 주식제 개혁 및 상장을 실시함으로써 중국정부와 국유상업은행 간의 관계에서 미묘한 변화가 일어나기 시작했고, 국유상업은행의 연성예산제약은 약화되기 시작한다.

그러나 더욱 중요한 점은 현재 중국경제에서 은행산업의 집중도가 여전히 높다는 것이다. 상업은행의 예산제약을 강화하기 위해서는 먼저 개별 상업은행이 파산했을 때 나타날 수 있는 부정적 외부효과(negative externalities)를 줄여야 한다. 그런데 상업은행의 집중도가 커질수록 그 외부효과도 함께 커지는데, 이렇게 되면 상업은행이 위험에 빠졌을 때 관리감독기능도 약해지기 마련이다. 결과적으로 관리감독기능의 약화는 상업은행이 경쟁적 경영환경에서 신중한 경영을 해야 한다는 원칙을 위배하게 하여, 결국 중앙은행이 채권자의 권리를 약화시키는 부정적 외부효과를 초래하게 된다. 이에 따라 각종 정책을 통해 은행산업의 집중도를 낮추는 것이 중요한 숙제로 남아 있는 것이다. 일부 학자들 사이에서는 중국정부가 은행산업의 진입장벽을 낮추고 민영은행을 발전시켜야 한다고 주장하고 있으며, 이를 통하여 결국 현재 중국 은행산업의 주요 모순인 중소기업 융자난이라는 문제를 해결해 줄 수 있는 방법이라고 생각되고 있다. 그러나 일각에서는 현재 중국 은행산업의 집중도가 높은 상황에서 은행산업의 진입장벽을 갑자기 낮추면 심각한 부작용이 초래될 것이라는 점에서 반대 의견 또한 상존하고 있다.

2. 바젤Ⅲ 협약의 영향

가. 바젤Ⅲ 협약

2010년 9월 12일 스위스 바젤에서 바젤은행감독위원회 최고위급 회의가 열렸다. 이 회의에서 은행산업의 관리감독을 강화하는 바젤Ⅲ 협약이 채택되었다. 바젤Ⅲ 협약에 따르면, 상업은행은 자본금 비율을 높여 금융 리스크

에 대비할 수 있는 능력을 키워야 한다. 2015년 1월까지 전 세계 상업은행의 1급자본 충족률의 하한도가 현행 4%에서 6%로 상향 조절되며, 보통주를 구성하는 핵심 1급자본이 은행 위험자산에서 차지하는 비율은 현행 2%에서 4.5%로 상향 조절된다. 그 밖에도 각 은행은 완충자본을 마련해야 하는데, 그 총액이 은행 위험자산의 2.5%보다 높아야 한다. 동 규정은 2016년 1월부터 2019년 1월 사이에 단계적으로 시행된다.

상기 협약은 최초 협의문과 비교했을 때 관리감독지표상 더욱 완화된 규제가 채택된 편이다. 바젤협약의 새로운 목표는 분명하다. 첫째, 상업은행의 금융 리스크 대비능력을 키우는 것이고 둘째, 은행이 충분한 준비금을 확보함으로써 정부의 구제금융에 의지하지 않고도 향후 일어날 수 있는 금융 리스크에 대비할 수 있는 능력을 갖추는 것이다. 이번 협약에서 가장 큰 변화라고 할 수 있는 것은 은행의 1급자본 충족률에 대한 요구사항이 더욱 엄격해졌다는 것이다. 새로운 규정을 지키기 위해 향후 몇 년간 전 세계 은행은 상당한 자금조달 부담을 안게 되는데, 그 규모는 천억달러를 넘을 것으로 추정된다.

바젤Ⅲ 협약은 또한 유동성위험 관리감독의 핵심으로 유동성커버리지비율(Liquidity Coverage Ratio: LCR)과 순안정자금조달비율(NSFR)에 대한 규정도 마련하였다. 유동성커버리지비율(LCR)은 2011년부터 준비기간을 거쳐 2015년 1월 1일에 정식 도입된다. 순안정자금조달비율(NSFR)은 관찰기간을 거쳐 2018년부터 적용된다. 한 국제금융 전문가는 유동성위기가 은행파산의 직접적인 원인이 되어 온 만큼 바젤Ⅲ 협약에서 제정된 유동성커버리지비율(LCR)과 순안정자금조달비율(NSFR)이 유동성 리스크의 새로운 지표로 자리매김할 것이며, 유동성 리스크 관리감독 강화가 은행 관리감독의 새로운 핵심 역할이 될 것이라고 말했다.

유동성커버리지비율(LCR)을 충족하려면 은행은 단기유동성 위험에 대비할 수 있도록 최소 30일간 운용할 수 있는 유동성을 보유해야 한다. 순안정자금조달비율(NSFR)은 은행이 1년 이내에 이용 가능한 안정자금이 요구되는 안정자금을 상회해야 하는데, 이러한 지표를 통해 은행은 은행 자산과 부채의 비율 정도를 파악할 수 있다. 이는 금융기관으로 하여금 장기간에

걸쳐 유동성위기에 대한 대비능력을 키우도록 하는 데 목적이 있다.

유동성커버리지비율(LCR)의 규정이 존재하는 상황에서 바젤은행감독위원회는 금융기관의 신용등급이 큰 폭으로 하락하거나, 예금의 부분 손실 발생, 대규모 무담보 융자채널의 부재, 담보대출의 대폭적인 할인, 파생상품 보장금의 상승 및 대량인출 사태 등을 어느 정도 예방할 수 있을 것으로 예상하고 있다.

위원회는 중앙은행이 요구하는 담보물 자격에 부합하고 거래보유자금의 헤징을 하지 않고, 저당 혹은 구조적 거래 시 신용등급 상향에 사용되며, 긴급자금(주로 현금, 중앙은행예치금, 국채, BIS, IMF, EU 혹은 여러 개발은행 등이 발행하거나 담보로 하는 채권 등)으로만 쓰일 수 있는 자금을 우수 유동성자산으로 분류하고 있다.

순안정자금조달비율(NSFR)은 자금원의 안정성을 더욱 강조하고 있다. 위원회는 '안정자금'을 지속적인 경영부담 환경에서 은행이 1년 동안 가용할 수 있는 주식자금 및 채무융자 수량으로 정의하였다. NSFR에서 이용 가능한 자금규모로 인정되는 조달 수단은 기본자본(Tier 1)과 보완자본(Tier 2), 우선주, 유효 만기 1년 이상의 모든 부채, 소매 및 법안예금, 만기 1년 미만의 도매조달자금 등을 말한다. 중앙은행의 공개시장조작 이외로 제공하는 대출수단은 안정융자채널에 속하지 않는다.

나. 바젤Ⅲ 협약이 중국에 미치는 영향

2011년 5월 3일 중국 은행관리감독위원회(이하 '은감회'로 약칭)는 「중국 은행산업 신관리감독 기준지도 의견」을 발표하고 새로운 감독기준을 공표했다. 상기 '지도의견'에서 바젤Ⅲ 협약의 은행자본과 유동성 관리감독규정에 따라 자기자본비율과 레버리지비율(Leverage Ratio), 유동성, 대출손실준비금 등에 대한 관리감독기준을 더욱 엄격히 했다.

첫째, 자기자본비율 방면에서 상업은행의 핵심자기자본 충족률, 1급자본 충족률과 자본충족률의 최저 요구는 각각 5%, 6%, 8%이다. 정상적인 조건일 때 시스템적으로 중요한 금융기관(Systemically Important Financial

Institution: SIFI)과 그렇지 않은 기관의 자본충족률은 각각 11.5%와 10.5%를 초과해야 한다. 바젤Ⅲ와 비교할 때 현재 중국에서 시스템적으로 중요한 금융기관(SIFI)의 부가자본 요구는 1%에 불과하다. 바젤위원회와 금융안정이사회가 시스템적으로 중요한 은행의 부가자본 요구에 대한 최종적인 가이드라인을 아직 제시하고 있지는 못하다. 중국정부는 시스템적으로 중요한 금융기관(SIFI) 여부를 주로 규모, 관련성, 복잡성, 잠재력 등 네 가지 요인으로 결정한다. 감독기관은 SIFI에 대한 이러한 평가방법을 지속적으로 업그레이드할 예정이다. 새로운 규정은 또한 모든 은행에 대해 경기대응완충자본(countercyclical buffer)과 자본보전완충자본(conservation buffer)의 비율을 각각 2.5%씩 적립하도록 했으며, 그 밖에도 은감회에서는 2016년 말까지 모든 은행에 대해 본점과 지점의 규모, 업무 복잡성 등을 평가할 수 있는 전체적인 위험관리기준 및 자기자본비율 평가 프로그램을 마련하도록 했다.

둘째, 은행에 대한 대출손실추정 준비관리감독을 요구하고 전체 대출의 2.5%를 충당금으로 쌓도록 요구하고 있으며, 부실대출의 150%에 해당하는 대손충당금을 적립하도록 요구하고 있다. 또한 경기변동에 따른 부실대출 및 영업이익 상환, 대출손실추정 준비관리감독에 대한 조정을 요구하고, 은행시스템에 대한 경기순응성(procyclicality)을 완화시키도록 요구하고 있다.

셋째, 레버리지비율 관리감독기준을 도입해 중국 은행들은 총자산의 최소 4% 이상을 핵심자기자본으로 유지해야 한다.

넷째, 유동성 관리감독 방면에서 다차원적인 유동성 리스크 관리감독기준과 측정기준 시스템을 구축한다. 유동성커버리지비율(LCR)과 순안정자금조달비율(이용 가능한 안정적 자금조달/요구되는 안정적 자금조달), 유동성비율, 예대율(Loan-to-deposit Ratio) 및 핵심부채 의존도, 유동성 부족률, 예금집중도 및 동업 부채집중도 등 다양한 유동성 리스크 관리감독 및 측정지표를 구축하고, 이 중 유동성커버리지비율, 순안정자금조달비율에 대한 규정을 모두 충족해야 한다.

다섯째, 시스템적으로 중요한 은행(SIFI) 및 그렇지 않은 은행들은 각각 2014년 말과 2016년 말까지 자기자본비율, 레버리지비율, 유동성커버리지비율 및 순안정자금조달비율에 대한 기준을 맞춰야 한다. 그러나 대손충당금

비율은 시스템적으로 중요한 은행(SIFI)에서는 2014년 말까지, 시스템적으로 중요하지 않은 은행은 준비기간을 거친 후 규정에 따르기로 했다. 단, 영업이익능력이 비교적 강하고 대출손실추정 준비보조금이 비교적 많은 은행은 2018년 말까지 기준에 도달해야 한다.

중국의 새로운 관리감독기준의 준비기간은 바젤Ⅲ 협약 준비기간보다 더욱 짧다. 중국 은감회의 한 관계자는 바젤Ⅲ 협약에서는 비교적 긴 준비기간을 두고 있는데, 이는 주로 유럽 및 북미 지역 은행이 당면하고 있는 자본부족 현상으로 경영방침을 바꾸는 데 오랜 기간이 소요되기 때문이라고 분석한다. 그러나 현재 중국의 대다수 은행들은 이미 새로운 관리감독기준을 따르고 있으며, 비교적 조기에 새로운 관리감독기준에 대한 대책 마련을 하고 있다. 엄격한 자본제약기준은 상업은행의 고질병이었던 신용대출 확대로 인한 신용 리스크를 억제시킬 수 있을 것이다.

바젤Ⅲ 협약이 중국에 미친 영향은 크다. 자기자본비율(Capital Adequacy Ratio: CAR) 측면에서는 중국 주요 은행의 자기자본비율과 바젤Ⅱ 및 바젤Ⅲ에서 요구하는 비율 간의 차이는 크지 않다. 그러나 현실적으로 중국 은행이 현재 취하고 있는 자기자본비율 규정과 바젤Ⅲ에서 논의되고 있는 자기자본비율 규정은 비교 대상으로는 적합하지 않다. 리스크 측면에서 살펴보면 중국 은행의 자본증가액은 10%를 넘어야 한다. 즉, 각 은행의 순이익이 바젤Ⅱ에서 제시한 기준을 초과하여 보완자본(Supplementary Capital, Tier 2)이 소요되지 않더라도 과도 기간 이후에는 자본적정성에 대한 불확실성이 여전히 높다. 신자본협의가 체결된 후 위험자산 가중이 리스크에 대해 민감해졌고, 신용대출의 악화가 자기자본비율에 즉각적으로 영향을 줄 수 있다. 과거 2년 동안 중국의 신용대출이 증대된 것을 볼 때, 지방정부의 융자플랫폼과 부동산대출 창구 및 거시경제 면에서의 긴축재정이라는 배경 하에서 중국 은행의 자기자본비율 상황은 불확실성이 매우 커져 있는 상태이다.

중국의 금융시장 개혁은 지속적으로 개선되고 있다. 은행산업 구조는 다양해지고 복잡해지고 있다. 또한 경쟁구도 역시 더욱 국제화가 되어가고 있다. 따라서 장기적으로 바젤Ⅲ가 중국 은행에 미치는 영향을 파악해야 한다.

장기적인 관점으로 봤을 때, 바젤Ⅲ가 중국 은행에 미치는 영향은 전면적이면서도 심대하다.

먼저 바젤Ⅲ의 새로운 구조는 은행 영업규모의 확대 및 영업이익에 장기적인 부담으로 작용할 것이다. 중국 은행은 이전부터 영업규모 확대를 가장 중요한 경영목표로 삼고 있다. 단기적인 관점에서 볼 때 은행규모 확대의 가장 큰 동력은 신용대출 규모의 확대에 있다. 새로운 규정이 자기자본비율에 대한 요구를 높이고, 나아가 레버리지비율을 낮추는 동시에 새로운 대손충당금에 대한 기준과 유동성 등에 대한 요구가 까다로워지고 있는 상황에서는 은행의 수익성과 상환능력이 중요해질 것이다. 예를 들어 신용대출자산의 질이 떨어질 경우 150%의 부실대출커버리지 기준이 작용하면서 부실대출의 증가 속도가 1.5배로 커져 당기순익과 당기유보이윤을 감소시킬 것이다.

동시에 바젤Ⅲ에서 제시하는 각종 규정을 준수하는 가운데 신용대출자산이 부실화된다면 위험가중자산비율이 커질 것이다. 자본에 대한 요구조건이 더욱 까다로워지고 자본공급이 감소하며 자기자본비율에 대한 요구가 높아지고 있는 상황에서 신용대출자산의 부실화는 기타 대출에 대한 요구를 한층 더 까다롭게 할 것이다.

결과적으로 바젤Ⅱ 토대 위에 성립한 바젤Ⅲ는 금융시장의 발전을 감안하지 않은 은행 관리감독과 업무영역 확대에 대한 반성을 반영했는데, 그 영향은 선진국의 금융산업에만 국한된 것이 아니라 중국 은행산업에도 깊은 영향을 미친다. 새로운 관리감독체계 속에서 중국 은행은 현재의 경영모델에서 수익원천의 창출과 영업확대 문제를 동시에 해결해야 할 뿐만 아니라, 내부적으로도 위기관리 및 자본관리 능력을 더욱 강화해야 한다.

3. 상업은행의 부동산 버블에 대한 스트레스테스트

부동산 버블이란 부동산 투기 등과 같은 요인으로 부동산의 시장가격이 합리적인 수준에서 크게 벗어나 심각한 수준으로 상승하는 것이다. 2006년부터 중국 대도시의 부동산가격은 지속적으로 상승하여 일부 도시의 부동산

가격은 일 년 사이에 두 배나 오르기도 하였다. 대다수 주민들이 대출을 통해 부동산을 매입하기 때문에 중국의 급격한 부동산 버블현상은 굉장히 우려할 만한 수준이라고 할 수 있다. 부동산 버블이 꺼지게 되면 부동산가격이 급격히 하락할 것이고 기타 은행신용대출 또한 부실화될 것이며, 이러한 현상이 더욱 심각해진다면 전면적인 금융위기가 초래될 수 있다.

이를 예방하기 위해 2010년 5월, 중국 은감회는 상업은행에 대해 최초의 스트레스테스트 시뮬레이션을 실시하였다. 채무자의 현금흐름도 및 재무상황 변동에 따라 첫 번째 상환에 미치는 영향, 저당물을 현금화해 대출원금을 상환할 수 있는 능력에 대한 평가, 채무자가 대출원금을 충분히 갚을 수 있는지에 대한 종합적인 평가 등이 바로 그것이다. 개인 주택대출에 대한 스트레스테스트는 상업은행이 부동산의 재평가 가격 및 채무자와 그 가구수입 지출 현황 등의 수치, 은행 지점이 판단한 지역 부동산시장 변동에 따른 채무자행위 특징 등의 구체적 요인을 기초로 측정되었으며, 은행의 경험에 비추어 확정한 안정적 범위 등을 통해 측정되었다.

스트레스테스트는 강, 중, 약의 세 위험강도를 기초로 한 시뮬레이션으로 진행됐다. (1) 전국 부동산가격의 평균 30% 하락과 금리 27bp 인상, (2) 부동산가격 20% 하락과 금리 54bp 상승, (3) 부동산가격 30% 하락과 금리 108bp 상승 시기로 각각 나누어 설정했다. 결과는 긍정적이었다. 강한 위험도의 시뮬레이션에서 표본 은행들의 부동산대출 부실화는 2.2% 상승하고 세전 금리는 20% 하락했다. 교통은행, 공상은행, 건설은행, 초상은행이 제시한 서민들이 감내할 수 있는 부동산가격 하락 정도는 각각 30%, 35%, 37%, 40%였고 46개 농촌상업은행이 금리를 3.5% 상승시키면 대출금손실 추정액은 약 30% 늘어나는 것으로 나타났다. 그리고 상해시 은행감독국이 최근 발표한 자료를 보면, 상해시 중요 외자은행들이 부동산대출에 대한 스트레스테스트를 실시했을 때, 부동산시장이 불안정할 때 전체 은행경영에 미치는 영향이 비교적 작다는 것을 알 수 있다. 부동산가격이 30% 하락할 때 은행대출 부실화는 1.04%에서 1.41% 정도만 상승하는 것으로 나타났다. 강, 중, 약으로 설정된 시뮬레이션을 적용했을 때 개인주택대출 부실화는 각각 1.58%, 0.75%, 0.58%로 상승했다.

2011년 4월 은감회는 새로운 부동산 스트레스테스트를 실시했다. 이전의 스트레스테스트와 비교하여 더욱 정교하게 설정됐다. 새로운 부동산대출 스트레스테스트는 이전 테스트와 비교했을 때 주택거래면적변화지표를 증가시켰을 뿐만 아니라 주택가격 하락 정도를 강, 중, 약 세 가지 정도로 구분했고 베이징, 상하이, 선전, 광저우, 충칭, 항저우, 난징 등 7대 대도시를 부동산 위험지역으로 설정했다. 새로운 테스트는 (1) 전국 주택가격 평균 30% 하락, 금리 27bp 상승, (2) 주택가격 40% 하락 및 금리 54bp 상승, (3) 주택가격 50% 하락 및 금리 105bp 상승으로 주택가격 하락의 약, 중, 강으로 설정하였다.

그러나 상기 스트레스테스트에는 몇 가지 제약이 존재한다. 첫째, 현재의 스트레스테스트에서 적용하는 시뮬레이션은 현실성이 떨어진다는 것이다. 약한 위험의 시뮬레이션의 경우 그 강도가 너무 약해 은행에 미치는 영향이 굉장히 미미하고, 강한 위험의 시뮬레이션은 그 강도가 지나치게 크다는 데 문제점이 있다.

둘째, 현행 스트레스테스트는 은행의 상품정가모델만을 커버하고 있어 기타 상품 및 그 수량 변화가 은행 리스크 및 자기자본비율에 미치는 영향력을 파악하기가 매우 힘들다. 따라서 스트레스테스트로 파악할 수 있는 위험의 범위 및 종류에는 한계가 있다.

4. 분업감독과 겸업감독의 문제

현재 중국은 인민은행, 은감회, 증권관리감독위원회, 보험관리감독위원회 등 '1행 3회(중국인민은행과 은감회, 증감회, 보감회 등 3개 위원회)'로 분업화된 금융관리감독체계를 유지하고 있다. 이러한 관리감독체계는 금융 개혁·개방이 점점 가속화되는 상황에서 전문적 관리감독의 장점을 발휘하고 관리감독 효율을 제고시키는 효과가 있다. 반면에 중국 금융의 겸업경영(mix-management) 추세가 강화되고 금융지주회사가 많아지는 상황에서 통합 금융감독의 필요성 또한 제기되고 있다.

현재 중국의 은행, 증권, 보험업 간의 연관성이 강화되면서 금융업무가

〈표 3-11〉 중국 금융그룹의 업종별 지분 보유 현황

명칭	은행	증권사	보험사	기타
회금공사 (匯金公司)	중국은행(中國銀行) 공상은행(工商銀行) 건설은행(建設銀行) 교통은행(交通銀行) 농업은행(農業銀行) 광대은행(光大銀行)	신은만국 (申銀萬國) 국태군안 (國泰君安) 은하증권 (銀河證券)	중국재보험 (中國再保險)	건설은행투자 (建銀投資)
중신집단 (中信集團)	중신은행 (中信銀行) 중신가화은행 (中信嘉華銀行)	중신증권 (中信證券) 중신선물 (中信期貨) 중신펀드 (中信基金)	천안보험 (天安保險) 신성보험 (信誠保險)	중신신탁 (中信信託)
광대집단 (光大集團)	광대은행 (光大銀行)	광대증권 (光大證券) 신은만국 (申銀萬國)	광대용명생명보험 (光大永明人壽)	광대국제신탁 (光大國際信託)
평안집단 (平安集團)	평안은행 (平安銀行) 심천상업은행 (深圳商業銀行)	평안증권 (平安證券)	평안생명보험 (平安壽險) 평안산재보험 (平安産險)	평안신탁 (平安信託)

서로 섞이는 상황이 발생하기도 한다. 또한 금융기관의 주식상호보유(mutual stocks holding)가 빈번해지고 있고 금융업에서 종합 경영이 더욱 발전되고 있어 그룹경영, 은행의 지주식 경영 및 사업회사 지주식 경영 등 사실상 금융지주회사가 많아지고 있다. 또한 금융산업의 융합화에 따라 업종과 산업의 경계를 뛰어넘는 금융업무가 점점 더 많아지면서 금융지주회사가 미래 중국 금융산업의 주요한 추세가 될 것이라는 예상이 지배적이다. 이와 같은 금융혁신은 이미 법률제도 및 관리감독 범위를 넘어서고 있고 현재의 분업 관리감독체계에 큰 도전이 되고 있다.

다른 측면에서 보자면 현행 중국의 '1행 3회' 분업 관리감독체계는 중앙은행과 감독부처 및 감독부처 간 행정적 분리로 상호 간 충돌이 외부화되고

〈표 3-12〉 중국 은행의 업종별 지분 보유 현황

명칭	은행	증권사	보험사	기타
공상은행 (工商銀行)	공상은행 (工商銀行) (아시아)	공상은행서신 (工銀瑞信)	태평양보험 (太平洋保險)	
중국은행 (中國銀行)	중국은행 (中國銀行) (글로벌)		중국은행보험 (中銀保險)	중국은행국제영국 보성자산관리 (中銀國際英國保誠 資産管理) 중국은행펀드 (中銀基金)
건설은행 (中國建設銀行)	건설은행 (中國建設銀行)	중금공사 (中金公司) 건신기금공사 (建信基金公司)	행복생명보험 (幸福人壽保險)	흥태신탁 (興泰信託)
초상은행 (招商銀行)	초상은행 (招商銀行)	초상증권 (招商證券) 장성증권 (長城證券)		신강남재무 (新江南財務) 초상은행금융 캐피탈 (招銀金融租賃)
민생은행 (民生銀行)	민생은행 (民生銀行)	협국투자 (陝國投)		민생금융캐피탈 (民生金融租賃)

시장 부적응이라는 부작용을 발생시킨다. 현행 제도에서 발생된 관리감독기관 간의 충돌, 관리감독역할의 중복(관리감독 목표, 중점사항, 낮은 정보전달효과, 관리감독 협동 및 협조의 어려움, 관리감독의 고비용) 등의 문제는 금융관리감독의 효율성과 성과에 중대한 영향을 미치고 있다.

금융지주회사는 금융기관을 운영하는 하나의 모델로서 금융자원 집중과 업무영역 확대 및 금융혁신 가속화에 도움을 주는 동시에 다른 한편으로는 현행 금융시스템 및 관리감독시스템에 엄청난 도전을 제공한다. 최근 IT 기술의 발전 및 금융 다양화가 가속화되고 있는 가운데, 금융파생상품이 끊임없이 새로 생기고 있고 금융서비스의 업무영역도 점점 더 모호해지는 등 금융지주회사의 발전에 새로운 양상을 보이고 있다. 독립형 금융지주회사라

하더라도 업무영역이 복잡하고, 수평적이며 추상화되고 있다는 특징을 보이고 있으며 지주회사 자본의 자본 안정성, 재무위험도, 내부거래 등 리스크 관리감독의 문제도 점점 더 커지고 있다.

이러한 발전 추세로 볼 때, 금융지주회사는 자산 및 업무의 벽이 더욱더 허물어지고 있으며, 금융그룹의 실상을 파악하기 어렵게 만든다. 심지어 일부 경영자는 지주회사의 현황을 고의로 은폐하는 등 관리감독의 허점을 노려 이익을 도모하고 순자산 및 부채 현황, 심지어 그룹 경영관리 현황을 조작하는 부작용을 초래하기도 한다. 그 밖에 내부거래의 다양화로 관리감독 기관이 금융지주회사의 실제 거래행위를 정확히 판단하기 어렵게 만들기도 한다.

그런데 미국 서브프라임 모기지 사태 발발 이전 중국의 학자들은 혼합경영, 집중 관리감독을 받아들여야 한다고 주장했지만 미국의 서브프라임 모기지 사태 이후 혼합경영모델에 대한 회의감이 팽배해졌다. 분업 관리감독과 집중 관리감독 모두 장단점이 있다. 미래 중국이 어떠한 관리감독 방침을 취할 것인가는 아직 중앙정부의 중요한 정책과제로 남아 있다.

제5절 은행산업의 전망

1. 통화정책이 은행대출에 미치는 영향

대출의 질은 은행 경영성과 평가의 지표이자 한 국가의 은행산업, 나아가서 전체 금융시스템의 운영 효율성과 안정성을 측정하는 중요한 근거가 된다. 따라서 대출의 질에 대한 연구는 국내외 많은 학자들의 주목을 받고 있다. 통화정책은 거시경제 조정의 중요한 수단으로 자금의 긴축 및 완화 정책은 중국 기업과 은행의 경영행위와 경제예측에 영향을 주어 은행대출의 질에까지 영향을 미친다. 각 성(省)의 경제발전 수준과 기업의 경영수준, 금융시장의 발전 정도, 중개조직의 발전 정도, 법률제도환경 등에 차이가 있기 때문에 동일한 정도의 통화정책도 각 지역에 따라 정책효과가 상이하다.

통화정책의 긴축·완화와 은행대출 간의 관계를 연구하는 것은 중국의 화폐당국이 통화정책을 시행할 때 은행대출의 질과 각 지역 은행대출량에 주는 상이한 영향을 고려하는 데 있어서 중요한 참고자료가 될 수 있다.

본 장은 대출기준금리, 지급준비금비율, 화폐공급량, 대출 증가율과 기업 자금상황의 다섯 가지 지표를 사용하여 화폐정책의 긴축 및 완화 정도를 연구해 보고자 한다.

① 대출기준금리(Loan_Interest): 대출기준금리는 기업의 대출원가를 반영한다. 만약 대출기준금리를 올린다면 기업의 은행대출은 일정 정도 줄어들어 전체 기업대출량도 줄어든다. 따라서 이론상으로 대출기준금리와 자금공급의 정도는 음(−)의 상관관계를 가진다.

② 법정 예금지급준비금(Reserve_Ratio): 지급준비금은 금융기관의 대출 증가를 제한하며, 고객의 예금인출과 자금정산 시의 준비자금을 보장한다. 법정 지급준비율은 규정에 따라 중앙은행에 납부된 지급준비금의 총예금액 대비 비율이다. 중앙은행이 법정 지준율을 올리면 상업은행은 신용대출과 신용창출 여력을 줄여야 하며, 자금공급에 있어 긴축적이어야 한다. 반대의 경우에는 자금공급이 증가한다. 따라서 이론상으로 법정 지준율과 자금공급 정도는 음(−)의 상관관계를 가진다.

③ 화폐공급량(M1 또는 M2): 화폐공급량은 긴축과 완화 정도를 가장 직접적으로 보여주는 지표라고 할 수 있다. 많은 화폐정책 수단의 최종 목적은 바로 통화공급의 수량 조절을 통해 자금의 긴축과 완화를 실시하는 것이다. 이론상으로 통화공급량과 자금의 완화 정도는 양(+)의 상관관계가 있다.

④ 대출 증가율(Growth_of_Loan): 대출 증가율은 금융기관이 기업에 제공하는 대출의 증감을 나타낸다. 일반적으로 은행이 긴축정책을 실시하면 대출규모는 감소하여 대출 증가율이 (−) 증가율에 이르기도 한다. 은행이 대출완화정책을 실시하면 대출규모는 증가한다. 따라서 대출 증가율과 자금완화 정도는 양(+)의 상관관계를 가진다.

⑤ 기업 투자자금 상황(Inv_Cash): 기업의 투자자금 대비 현금보유량을

나타내는 지표로서 기업의 투자 증가율과 내부 현금비율의 비율로 계산한다. 이 지표의 수치가 높아지면 기업 투자자금에 여유가 생기고 시장에 자금이 많이 풀리게 된다. 따라서 이 지표와 자금의 완화 정도는 양(+)의 상관관계가 있다.

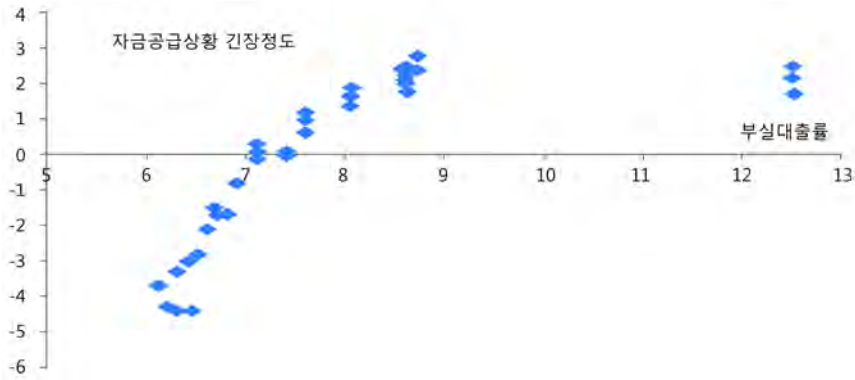
상기 다섯 가지 지표는 전국적 범위에서 수집한 시계열 자료이다. 통화공급량 지표는 Ln(M1)과 Ln(M2)으로 측정하며, 기업 자금상황은 31개 성의 투자자금 대비 현금 유동성의 중위수로 측정한다.

주성분 분석법은 6개 변수 중 제1성분을 식별한다. 6개 변수의 factor loading 계수는 0.131, 0.574, −0.006, −0.022, −0.807, −0.032로 제1주성분이 88.9%의 설명력을 가지며, 제2성분을 포함하면 99.7%의 설명력을 가진다. 제1성분지표인 대출기준이자율과 은행의 긴축 완화 정도를 대표한다고 할 수 있다. [그림 3-9]는 대출기준이자율이 나타내는 완화 정도와 전체 은행의 부실채권비율의 산포도이다.

그림에서 볼 수 있듯이 은행의 자금긴축 정도와 은행의 부실채권비율 사이에는 비교적 명확한 상관관계가 있다. Johansen Cointegration Test 결과, 당기 은행자금의 긴축 정도가 1% 증가할 때 5% 유의수준에서 다음 기 은행 전체의 부실채권비율이 0.187% 증가하고, 1% 유의수준에서 다음 기 주요 상업은행의 부실채권비율 역시 0.022% 증가한다.

여기서 주목할 점은 [그림 3-9]가 설명하는 은행의 긴축 및 완화 정도와 부실채권비율의 상관관계가 사실은 단기적이라는 것이다. 장기적 관점에서 보면 양자의 관계는 불확실한 것으로 심지어 (−) 상관관계일 가능성도 있다. 즉, 서브프라임 모기지 위기상황에서 장기적인 통화정책의 완화는 신용대출 버블을 가져올 수 있으며, 그 버블이 해소된 후에 은행은 더 많은 부실채권을 보유하게 될 것이다. 그러나 우리는 여기서 '장기'가 실제적으로 얼마나 긴 기간인지에 대해서 확실히 말할 수 없다.

[그림 3-9] 은행의 자금긴축 정도[1]와 부실채권비율의 산포도



주: 1) 銀根松緊程度.

2. 주식시장의 발전과 은행산업

현재 중국의 자본시장은 중대한 전환점을 맞이하고 있다. 은행 중심의 금융체제에서 상업은행과 자본시장 위주의 '두 개의 핵심 체제'로 변화하고 있다. 자본시장의 개혁 발전은 은행의 부채구조와 수입 증가, 경영 리스크에 큰 영향을 주고 있으며, 은행의 경영관리에 장기적이고 이중적인 영향을 주고 있다.

가. 주식시장과 은행 간의 내재관계

주식시장과 은행은 자금과 금리 측면에서 상호 영향을 끼치고 있다. 두 시장 간의 상호 효과로는 주로 자금연결효과와 가격연결효과가 있다.

① 자금연결효과: 주식시장과 은행 간 자금흐름은 두 시장의 상호작용으로 볼 수 있다. 자금을 이동시키는 주요 메커니즘은 미시경제주체의 자산선택 행위이다. 포트폴리오 선택이론에 따르면, 이성적 투자자는 항상 수익과 위험을 평가하여 효용극대화원칙에 따라 포트폴리오를 구성한다. 투자자는 포트폴리오에 은행예금과 주식을 구성요소로 하여

두 시장의 예상수익률에 변화가 생길 때 투자자가 포트폴리오 구성을 조정해 두 시장 간 자금의 이동이 일어난다. 주식시장과 은행 간 자금 이동은 자금수급, 금리 및 주가 등에 영향을 끼친다.

② 가격연동효과: 자금의 상호 유동은 두 시장의 가격에 연동성을 일으켜 균형 자금수익률을 형성한다. 보통 은행과 증권시장에서는 '경제번영 → 주가 상승 → 은행예금이 주식시장으로 유입 → 은행금리 상승 → 화폐투기수요 감소 → 주가 하락 → 주식시장에서 은행으로 자금이동, 경제위기 → 주가 하락 → 주식시장에서 은행으로 자금이동 → 은행금리 하락 → 은행에서 주식시장으로 자금이동 → 주가 상승'과 같은 순환이 이루어진다.

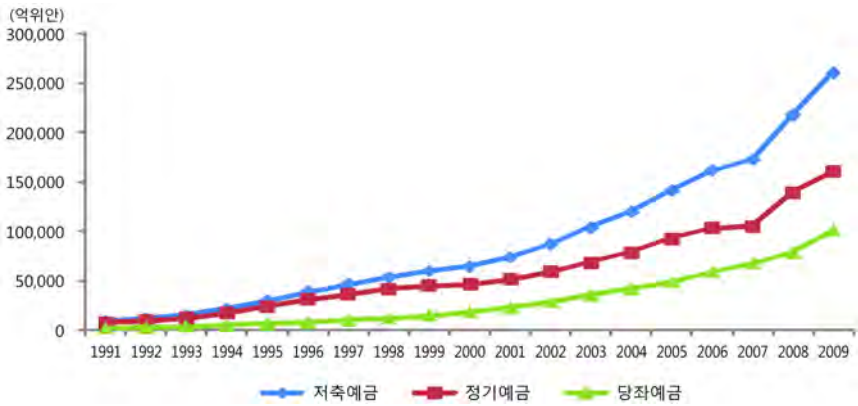
나. 주식시장 발전이 은행산업에 미치는 영향

첫째, 은행예금 중에서도 특히 저축예금의 유출이 현저히 나타난다. 주식시장의 활황과 낮은 실질금리 등의 요인으로 2007년 이후 상업은행 예금이 유출됐고, 그중 저축예금은 4월, 5월, 8월분의 절대금액이 줄어들었다. 2005년 6월과 2006년 6월 위안화 저축액은 전년동기대비 증가(16.71%)하였으며, 2006년 하반기에서 2007년 상반기까지 주식시장(1, 2급 주식시장과 기금투자)에 들어간 저축액은 11,360억위안이다.

중국정부가 예금금리 과세비율을 하향 조정하는 동시에 여러 차례의 금리 인상을 단행해 왔지만, 점점 커져가는 자산가격 상승기대와 물가상승기대로 인해 주식시장은 지속적으로 활황을 이루어왔다. 2007년 말부터 2008년까지 은행예금, 특히 저축예금은 지속적으로 증가하는 양상을 보여왔다. 특히 적격국내기관투자자(QDII2) 등과 같은 제도로 은행예금 이탈 추세는 강화될 것이다. 그러나 주가상승 속도가 완만해지고 그 파급효과가 심해지면서 투자자의 위험에 대한 인식이 더욱 강해져 은행예금의 이탈 정도가 약해지고 있고, 저축예금잔액 감소율도 하락하고 있다.

상업은행의 전체 위안화 잔고 예대비율이 68%에 불과한데, 만약 상업은행의 위안화 예금이 계속 이탈해 위안화 대출 증가 속도가 18%로 상승하면

[그림 3-10] 1991~2009년 주민 저축액 연말 금액



자료: 國泰安數据庫(GTA 데이터).

[그림 3-11] 1991~2009년 주식조달액과 주식발행량



자료: 國泰安數据庫(GTA 데이터).

2008년 말 상업은행의 위안화 잔고 예대비율은 70%까지 증가할 것이다. 법정 지준율이 계속 상승한다는 것을 감안하면 중장기적으로 상업은행의 대출금 증가가 자금원천의 제약을 받지 않더라도 일부 예대비율이 높은 중소규모 은행의 입장에서 볼 때 대출금의 지속적인 증가는 계속될 수 없을 것이며, 강화된 유동성 관리와 자산구조조정 제약에 당면하게 될 것이다.

둘째, 상업은행 포트폴리오와 자금비용(cost of fund)이 영향을 받는다. 주식시장 발전의 영향으로 상업은행 포트폴리오에는 두 가지 변화가 생긴다. 첫째는 기업예금과 서민예금이, 정도는 다르겠지만, 모두 이탈할 것이며 주로 고객 보증금의 형식으로 자금이탈이 이루어져 일반 예금 중에서도 특히 저축예금의 규모가 축소될 것이며 은행 간 예금(Inter bank deposits)의 규모는 커질 것이다. 두 번째로는 일반 예금 중에서 보통예금의 규모가 커지고 정기적금의 규모는 줄어들 것이다.

이러한 자금구성의 변화와 맞물려 상업은행의 자금비용에 커다란 영향을 끼치게 된다. 첫째, 예금 활성화가 은행 자금비용을 줄여 준다. 주식투기와 통화의 '투자수요'가 증대됨으로써 보통예금의 비중이 늘어 상업은행의 자금비용이 감소하는 작용을 한다. 특히 2006년과 2007년 몇 번의 금리인상이 단행된 후, 정기적금과 보통예금의 금리 차이는 점점 더 벌어져 상업은행의 자금조달비용을 크게 줄여 주었다. 둘째, 은행 간 예금 증가는 은행의 자금비용을 상승시킨다. 은행예금의 가장 많은 비중을 차지하는 보통예금은 주식보증금의 형태로 보통예금으로 전환되며 이는 은행의 자금조달비용을 증가시킨다. 전체적으로 보통예금의 증가폭이 은행 간 예금의 증가폭보다 작기 때문에 결국 상업은행의 자금조달비용을 증가시킨다.

셋째, 자본시장의 발전, 신용대출금의 주식시장 유입으로 주식시장에 변동이 발생하거나 부동산가격이 떨어지는 경우 이와 같은 리스크가 은행에까지 전염될 것이다. 홍콩과 미국은 규정을 매우 엄격하게 운영하며 리스크 관리감독체계도 잘 갖추고 있어 부동산담보대출금이 주식시장에 흘러들어가도 큰 문제가 되지 않았다. 그러나 현재 중국의 법규는 이들 국가 수준에 따라가지 못하고, 리스크 관리감독체계도 엉성하기 때문에 은행법을 통해 은행자금이 주식시장으로 유입되는 것을 엄격히 통제하고 있다.

은행대출이 주식시장에 유입되는 과정은 다음과 같다. 첫째, 일부 은행이 개인들에게 용도가 사전적으로 확정되지 않은 은행대출을 허용하고 그중 일부가 주식시장으로 흘러들어 간다. 둘째, 일부 은행이 개인들에게 단기적 소비를 위한 신용대출과 담보대출을 제공하는데, 이의 지정된 대출용도가 있지만 은행의 관리감독이 현실적으로 힘들어 그중 일부분이 주식시장으로 흘

러들어 간다. 셋째, 일부 기업이 은행대출을 전용해 주식투자를 한다. 넷째, 일부 기업이 보유하고 있는 자산으로 주식투자를 하고 은행대출금으로 부족한 자산을 메운다.

일부 대출자금이 주식시장으로 유입되는 현상은 여러 자료에서도 잘 나타난다. 은행통계를 보자면 2006년 이후 개인 단기 소비대출이 매우 빠른 속도로 증가했고, 이 중 일부는 주식시장으로 흘러들어 갔다. 2007년 중국 은감회가 공개한 문건을 보면, 은행 신용대출금이 불법으로 주식시장에 유입되는 문제를 경고하고 있다. 뿐만 아니라 관리감독을 더욱 강화해 일부 은행에 대해 벌금을 부과한다는 규정도 볼 수 있다. 은행의 입장에서 가장 큰 위험은 소비자의 대출자금 사용 용도에 있다. 은행이 대출자금 용도를 제한할 수 있으나, 은행이 그 많은 고객들의 대출금 용도를 완벽히 제한할 수는 없기 때문에 대출금을 다 상환받지 못하게 된다. 은하증권 소속의 한 수석 이코노미스트는 만약 은행이 대출자금의 사용에 대한 관리감독을 소홀히 한다면 대출자금 회수에 심각한 문제가 생길 것이라고 말했다. 그 밖에도 자본시장에 대규모 대출자금이 유입되면 자본시장의 무질서를 초래할 것이고, 이것이 지속되면 큰 위기로 이어질 것이다.

3. 은행산업이 경제성장에 미치는 영향

개혁·개방 이래, 중국의 경제성장은 세계인의 이목을 집중시켰다. 여기서는 중국 금융이 실물경제에 미친 영향에 대해 서술하고자 한다. 금융발전과 경제성장의 상관관계에 대한 연구는 슘페터(Schumpeter[1912])로부터 시작된다. 그는 건전한 금융중개가 기술혁신상 잠재력이 있는 기업에 융자를 제공해 기술혁신과 경제발전을 이룰 수 있을 것이라고 보았다. 힉스(Hicks[1969]) 또한 영국의 금융시스템이 18세기 영국의 경제성장 시기에 대규모 자금을 공급함으로써 공업혁명에 커다란 영향을 끼쳤다고 보았다. 골드스미스(Goldsmith[1969])는 『금융구조와 금융발전』이라는 책에서 금융구조와 경제발전의 관계에 대한 국가 간 비교 분석을 하였고, 이후 '금융발전과 경제성장' 간의 관계는 경제학과 금융학의 중요한 연구주제가 되었다.

1990년대 이후 내생적 경제성장이론의 연구성과, 기술혁신 및 거시금융 데이터의 완비 등과 같은 요인으로 금융발전과 경제성장 간의 관계에 대한 연구가 또다시 금융론과 발전경제학의 중요한 과제가 되었다.

은행대출이 경제성장을 촉진시키는 메커니즘은 은행이 자금중개업의 능력을 발휘해 저축을 늘리는 동시에 대출과 같은 방식으로 자금수요자에게 융자를 제공, 자본의 형성 속도를 증가시켜 사회적 생산효율을 높여 경제성장을 촉진시킨다는 것이다. Bagehot(1873)은 처음으로 은행대출과 경제성장 간의 관계에 대해 연구를 한 학자로 금융시스템이 제공하는 자금이 영국의 산업혁명과정에서 어떤 작용을 했는지에 대해 밝혔다. Kletzer and Bardhan (1986)의 연구에서는 대출제한이 적은 국가일수록 금융기관과 시장의 효율성이 높고, 더 많은 외부융자를 제공해 줄 수 있어 경제성장을 이룩할 수 있는 것으로 나타났다. Bernanke and Blinder(1992)의 연구에 따르면 은행대출의 변동이 수요와 지출 수준을 조정할 수 있어 경제성장에 영향을 미칠 수 있다고 보고 있다. Diamond(1984), Gale and Hellwing(1985), Prescott and Boyd(1986) 및 William (1986)은 이자율의 측면에서 은행이 대출을 분배하는 과정에서 대리감독과 리스크 분산의 역할을 연구했다.

夏斌(2003)은 중국 내에서도 비교적 일찍 중국의 은행대출과 경제성장의 상관관계에 대해 연구를 한 학자로서 1997년 이후 중국의 대출 증가와 통화공급 증가가 경제에 미치는 영향에 대해 연구했다. 그 결과 대출금 증가가 통화공급 증가보다 경제성장에 더 많은 기여를 한다고 결론을 내렸다. 程華(2004)는 1993년부터 2001년까지 중국 금융발전과 경제성장의 관계에 대해 실증연구를 진행했다. 연구 결과, 상장회사에는 은행대출이 가장 중요한 외부융자의 채널이며 은행산업이 융자제공이란 점에서 경제발전을 이룬다는 결론을 내렸다. 蔡越洲・郭梅軍(2004)은 1998년 전후로 대출잔액과 경제성장의 관계에 있어 정의 상관관계가 존재한다고 밝혔다. 戴明(2005), 鐘世和(2007)는 각각 비선형지수곡선과 회귀분석을 이용해 쑤저우시와 산시성의 은행신용대출과 경제성장 간 관계에 대한 연구를 진행해 이 두 경우 모두 명백한 정의 상관관계가 있음을 밝혀냈다. 張慶軍・張荔(2009)는 계량분석을 통해 2001년부터 2007년까지 중국 은행대출 증가율이 1% 증가하면 경제

성장률은 0.2% 증가한다는 것을 밝혀냈다. 반면, 일부 학자들은 이에 반대하여 은행대출과 경제성장 간에는 정의 상관관계가 존재하지 않다고 보는데, 대표적인 학자로는 張軍(2006)이 있다. 그는 대출이 과다하게 제공될 경우 그 효과가 떨어져 국유 부문에의 대출 증가와 경제성장 간에 어떠한 상관관계도 존재하지 않으며, 중국의 경제성장은 금융현상으로 일어난 것이 아니라 재정정책이 중요한 역할을 했다고 주장한다. 이 밖에도 宋海林・劉澄(2003)과 같은 학자들은 개혁・개방 이후 비국유 경제체제가 은행대출에 의지하지 않고 있지만 중국경제에서 차지하는 비중이 더욱 커지고 있기에 대출과 경제성장 간에는 관련성이 없다고 보고 있다.

본 절에서는 대출비율(BCY)을 은행발전의 지표로 보고 있다. 그것은 은행의 대출(IFS의 제22d행)과 GDP의 비율이다. 또한 전통적인 은행발전지표로서 유동부채비율(BLY)은 금융기관의 유동부채비율과 GDP의 비율로 사용한다. 경제성장지표는 실질 GDP의 자연대수값이다. 본 절에서는 1991년부터 2009년까지 분기별 데이터를 사용하고 있다. 은행데이터는 IMF의 「국제금융통계」, 거시경제 데이터는 「중국통계연감」, 「중국인민은행통계계보」 및 '중국증권시장연구설계센터 데이터베이스'를 사용했다.

그랜저 인과관계 분석을 통해 은행발전과 경제성장 간에는 쌍방향의 그랜저 인과관계가 존재하며, 이는 분석기간 내에 은행발전이 중국의 경제성장에 일조했음을 보여준다.

은행과 주식시장이 경제성장의 추진동력이 되기 위해서는 국유상업은행에 전략적 민간 투자자를 끌어들여야 한다. 대규모 은행이 경제성장에 기여한 바는 비교적 명확하지만 국유은행의 독점현상, 부실채권 등 문제가 산적해 있다. 외자은행의 중국 진출이 중국 국유은행에 위협이 되더라도 중국 국내의 상업은행을 현대적 은행제도로 개혁함으로써 경쟁력을 높이고 경제성장에 더욱 일조하도록 하여야 한다.

4. 국유은행의 재산권 개혁과 지분 구조조정

국유상업은행 소유지배구조의 문제는 재산권 단일화, 독점적 대주주 등에

서 주로 기인하며, 이러한 문제는 국외 투자자와 민영자본의 지분 참여 등 주주권 다양화를 통해 해결하여야 한다. 주주권의 균형과 견제는 소유지배구조를 개선시켜 주주와 기업 모두에게 이득이 된다.

재산권제도 개혁 지연, 소유지배구조상의 위탁대리인 비용 등과 같은 문제는 전통적 제도하에서 은행이 현대 기업제도를 수립하는 데 걸림돌이 되고 있다. 소유권 개혁을 진행하지 않고 은행의 소유지배구조를 개혁하지 않는다면 국유은행이 오랫동안 목표하고 있는 개혁을 달성할 수 없다. 소유권 개혁, 이윤극대화의 경영책임제로의 개혁, 내부 심사 및 관리감독기능 강화가 이루어져야만 현대화된 상업은행 운영체계를 만들 수 있을 것이다. 그러나 소유권제도 개혁과 기업지배구조 개혁은 단순한 문제가 아니다. 중국 은행의 소유권제도 개혁의 핵심은 국유상업은행과 주식제 상업은행 소유권의 구조조정이다.

주식제 상업은행과 비교하여 국유상업은행의 개혁은 상대적으로 더욱 어렵다. 현재 국유상업은행의 재산권 모델은 개혁에 있어서 정부의 주도적인 지위와 정부 직능의 다원화를 인정하고, 그에 따른 은행 개혁 중 정치 및 사회이익 등 각종 이익의 균형을 추구하는 것이다. 그러나 국유상업은행은 개혁의 완성에 대한 어떠한 주체적 권리도 가지고 있지 않은데, 그들은 개혁자이자 개혁의 대상자인 만큼 은행 내부 역시 개혁자와 개혁대상자라는 서로 다른 이익집단으로 나누어져 있다. 이러한 특징은 국유상업은행의 여러 방면에 대한 개혁에 큰 지장을 초래했다. 개혁의 성공 여부는 최종적으로 정부와 은행 고위층의 결심과 생각의 변화에 달려 있으며, 여기에서 은행소유권 개혁이 관건이다. 소유권의 가장 중요한 기능은 외부효과의 내부화이다. 이는 사람들이 노동의욕과 합리적 전략결정을 통해 효율극대화를 달성할 수 있는 조직구조를 유지하는 것이다.

현재 중국은행과 건설은행의 주주권 구성을 보면, 국유 성격을 실질적으로 바꾸지는 못한 것을 볼 수 있다. 현재 중앙회금투자유한책임공사의 1개 주주가 국유은행 지분의 10%를 보유하고 있다. 중국건설은행주식유한공사는 5개 기관의 주주로 설립됐는데, 주식보유분은 각각 중앙회금투자유한책임공사 85.23%, 중국건설은행투자유한책임공사 10.65%, 국가전력망공사

1.5%, 상하이 바오강집단공사 1.55%, 중국창장전력주식유한공사 1.30% 등이다. 주식유한공사의 설립 시 「공사법」에 의해 이사회, 감사회를 구성한다. 이들 이사 및 감사들은 주주의 이익을 대표하며 일정 정도 금융기관에 대한 관리감독과 견제의 권한이 부여된다. 그러나 이미 설립된 주식유한공사들은 소유와 경영이 분리되지 못하여 주식회사의 인사 및 경영 관리는 실질적으로 정부의 직접적인 영향을 받는다. 현재의 주주권 구성으로 볼 때, 이미 성립한 주식공사는 경영권을 실현할 수 없고 공사의 인사 및 경영 관리 방면에서 실질적으로 정부의 직접적인 영향을 받는다.

국유상업은행의 주식제 개혁은 외양의 변화에만 그쳐서는 안 된다. 즉, 완전한 현대적인 기업지배구조를 확립해야 한다는 것이다. 국유상업은행은 '균형견제'를 원칙으로 소유권 개혁을 단행하고, 국외 투자자를 영입해 민영자본 지분출자의 방식으로 주주권의 다양화를 이루어야 한다. '재산권 단일화' 및 '지분독점'이라는 문제를 극복하기 위해서는 기업지분을 국가가 직간접으로 관여할 수 있는 지분과 국가가 관여하지 못하는 지분으로 나누어 합리적인 방법으로 지분비율을 조정해야 한다. 양호한 견제 메커니즘은 국유상업은행으로 하여금 개혁 후 정부의 간섭을 받지 않고 독립적으로 경영활동을 할 수 있게 하며, 이를 통해 진정한 의미의 현대식 주식제 상업은행으로 거듭날 수 있을 것이다. 물론 국가가 관여하는 지분이 상호 제약을 받는 것 또한 기타 주주권 형식에 제약을 가하게 될 것이다.

첫째, 적극적으로 국외 투자자를 영입해 기업경영구조를 개선해야 한다. 국외 투자자가 보유한 풍부한 자금을 이용해 선진 경영제도를 갖추고 국제경쟁력을 강화함은 물론 글로벌 은행의 경영관리 이념과 기술을 받아들여야 한다. HSBC가 교통은행의 주주가 되고, 싱가포르 투자청(GIC)이 중국흥업은행의 주주가 된 것 등이 좋은 예가 될 것이다.

둘째, 민간자본을 적극적으로 출자시켜야 한다. 민간자본 출자는 현재 보유하고 있는 자본을 이용할 수 있어 민간자본이 은행에 건전한 자금의 통로가 될 수 있고 기업주주권의 다양화를 이룩할 수 있다. 민간자본은 분산성은 있지만 규모가 작고 기업지분에서 차지하는 비중이 낮기 때문에, 민간투자자의 이익을 보호하고 균형견제의 기능을 충분히 발휘하도록 하기 위해

서는 기업지배구조에서 요구하는 정보공시권과 감독권을 잘 활용하여 기업 지배구조를 더욱 개선해야 한다.

5. 은행산업의 발전 전망

개혁·개방 30년 동안 중국의 은행산업은 눈부신 발전을 해왔다. 이것은 중국 금융체제 혁신의 중요한 부분이며, 은행 감독관리법규 건설의 전 과정을 보여주는 것이다. 향후 중국은 이러한 기회를 잘 활용함과 동시에 국내외적 도전에 잘 대응해야 할 것이다.

첫째로 국제 감독관리규범의 변화 발전에 적극적으로 대응해 나가야 한다. 미국이 이번 서브프라임 모기지 위기에 대응하여 도드-프랭크 월스트리트 개혁과 소비자보호법안(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)을 발표하고 감독관리의 범위와 강도를 제고하였다. 이는 전 세계 금융업의 경영 및 감독관리 방식에 커다란 영향을 미쳤다. 또한 바젤III 협약, OECD의 회사경영원칙, 국제회계규범 39호 등 국제 법규의 개정에 따라 어떻게 대응할 것인가 하는 것은 중국이 시급히 해결해야 하는 문제이다.

둘째, 중국의 관리감독법규의 완성이다. 국외 금융발전의 역사를 통해 금융 리스크는 충분히 통제할 수 있지만 철저히 막을 수는 없다는 것을 알 수 있다. 설사 시장경제가 발달한 국가의 많은 부분들이 완벽하다고 해도 금융기관 파산 등의 문제가 발생하지 않을 거라고 보장할 수는 없다. 특정 금융체제 내 금융기관들의 도산 및 파산 가능성은 그 체제가 정상적으로 운영되고 있는지를 보여주는 지표로서 시장의 경쟁기능을 보여준다. 따라서 정부가 제공하는 일정 범위의 안전망은 유지되어야 하며, 이를 통해 위기나 금융 안정성 유지에 대응해야 한다. 또한 중국 은행산업의 시장퇴출기제와 예금보험 등 금융 안전망은 여전히 완전하게 수립되어 있지 않아 중국 실정에 맞는 제도개선이 절실히 필요하다.

셋째, 강화된 내부통제를 통해 외부의 강제적 규범을 대체하는 것이다. 관리감독체제를 개선하기 위하여 외부 관리감독과 은행발전 간의 상호 인센

티브의 합치가 필요하다. 동시에 '법에 의한 행정'과 '공권력의 제한과 사유권의 보호'라는 전제 아래, 비용이 적게 드는 내부통제 방식으로 외부의 강제적 규범을 대체해 나가며 그 효율을 더 높여야 한다.

참고문헌

易綱・趙先信,「中國銀行競爭: 机构擴張, 工具創新与産權改革」,『經濟研究』, 2001(8), pp.25~32.

李文泓,「羅猛關于我國商業銀行資本充足率順周期性的實証研究」,『金融研究』, 2010(2), pp.147~157.

羅胜强,「公允价值計量對我國銀行業的影響分析」,『會計研究』, 2006(12), pp.8~13.

胡雪琴・陳勇, 「改革開放三十년來중국은행業的發展与變遷」, 『中國金融』, 2008(17), pp.64~66.

張杰, 「注資与國有銀行改革, 一个金融政治經濟學的視角」, 『經濟研究』, 2004(6), pp.4~14.

梁琪・騰建州, 「股票市場, 銀行与經濟增長－中國的實証分析」, 『金融研究』, 2005(10), pp.9~19.

宋清華,「我國商業銀行与資本市場的資金互動性分析」,『金融研究』, 2002(5), pp.74~80.

黃旭平・張協奎, 「混業經營條件下銀行集中与經濟增長」, 『广西大學學報』, 2007(10), pp.9~18.

付亞斌・黃順緒・李成,「我國銀行信貸對經濟增長的貢獻測度」,『統計与決策』, 2007(4), pp.70~72.

李鵬,「銀行業發展与經濟增長: 一个綜述」,『區域金融研究』, 2010(4), pp.81~85.

王欣欣,「我國股票市場的發展對銀行間市場的影響」,『上海金融』, 2008(4), pp.56~59.

魏文軍,「關于産權, 市場与我國銀行業市場績效關系的分析」,『南開管理評論』, 2005(8), pp.101~107.

張建偉・李妍,「中國商業銀行的公司治理模式選擇－股東至上主義到債權人主義」,『管理世界』, 2002(9), pp.28~36.

姜波克・李軍,「産權組織制度的創新－中國銀行改革道路的探索与反思」,『上海金融』, 2001(3), pp.4~6.

劉錫良・羅志德,「論我國銀行不良資産的根源－信用, 金融層面的分析」,『金融研究』, 2001(10), pp.50~59.

劉斌,「資本充足率對我國貸款和經濟影響的實証研究」,『金融研究』, 2005(11), pp.18~30.

胡海鷗・歐平, 「新資本充足率實施對我國商業銀行的影響」, 『上海金融』, 2010(6), pp.30~33.

胡瑩・仲偉周, 「資本充足率, 存款准備金率与貨幣政策銀行信貸傳導－基于銀行業市場結构的分析」,『南開經濟研究』, 2010(1), pp.128~139.

滑靜・肖慶憲, 「我國商業銀行親周期性的實証研究」, 『上海理工大學學報』, 2007(12), pp.609~612.

張婷婷・彭振江等, 「后危机時代商業銀行不良資産形成因素的實証研究」,『海南金融』, 2010(10), pp.69~75.

周行健,「2010年我國銀行業發展趨勢的展望」,『海南金融』, 2010(2), pp.14~19.

尹毅飛,「對我國商業銀行操作風險管理的思考」,『財貿經濟』, 2005(7), pp.28~33.

黃志凌,「論風險偏好与銀行的科學發展」,『財貿經濟』, 2009(4), pp.59~65.

中國工商銀行江蘇省分行課題組,「当前中國商業銀行面臨的主要操作風險及對策研究」, 『金融論壇』, 2005(4), pp.28~39.

張吉光,「商業銀行操作風險識別与管理」,『中國人民大學出版社』, 2005.

張杰,「經濟變遷中的金融中介与國有銀行」,『中國人民大學出版社』, 2003.

宋海林・劉澄,「中國貨幣信貸政策理論与實証」,『中國金融出版社』, 2003.

黃少安,「關于制度變遷的三个假說及其驗証, 段文斌編」,『産權, 制度變遷与經濟發展』, 南開大學出版社, 2003, pp.247~269.

夏斌,「中國金融創新總体評价」,『中國証券報』, 2003(8月8日).

程華,「中國金融發展与經濟增長: 基于微觀數据的實証研究」,『經濟理論与經濟管理』, 2004(5).

蔡越洲・郭梅軍,「金融結构与貨幣傳導机制[J]」,『經濟科學』, 2004(3).

戴明,「蘇州金融發展与經濟增長關系的實証分析」, 2005.

鐘世和,「陝西省銀行信貸對經濟增長的貢獻度分析」, 2007.

張慶君・張荔,「銀行信貸調整的經濟增長效應研究」,『广東金融學院學報』, 2009(3), 86~91頁.

張軍,「中國的信貸增長爲什么對經濟增長影響不顯著」, 2006.

Bagehot, W., "Lombard Street," Homewood, Ⅱ: Richard D. Irwin, 1873, 1962 Edition.

Bernanke, Ben S. and Alan S. Blinder, "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission," *American Economic Review*, American Economic Association, Vol. 82(4), September 1992, pp.901~921.

Diamond, Douglas W., "Financial Intermediation as Delegated Monitoring: A Simple Example," 1984.

Gale, D. and M. Hellwing, "Incentive-Compatible Dept Contracts: The Ongperiod Problem," *Review of Economic Studies* 52, 1985.

Goldsmith, R. W., "Financial Structure and Development," 1969.

Hellmann, Thomas F., Kevin C. Murdock, and Joseph E. Stiglitz, "Liberalization, Moral Hazard in Banking, and Prudential Regulation: Are Capital Requirement Enough?" *The American Economic Review*, 90(1), 2000, pp.147~165.

Hicks, J., "A Theory of Economic History," Oxford: Clarendon, 1969.

Holmstrom, B. and J. Tirole, "Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector," *Quarterly Journal of Economics*, 112, 1997, pp.663~691.

Kakes, Jan, "Monetary Policy and Bank Lending Evidence from German Banking Groups," *Journal of Banking and Finance*, 26(11), 2002, pp.2077~2092.

Kletzer, Kenneth and Pranab Bardhan, "Credit Markets and Patterns of International Trade," *Economics Working Papers 8612*, University of California at Berkeley, 1986.

Levine, R., N. Loyaza, and T. Beck, "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes," *Journal of Monetary Economics*, 46, 2000, pp.31~71.

Prescott, Edward C. and John H. Boyd, "Dynamic Coalitions, Growth and the Firm," *Research Department Staff Report 100*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1986.

Schumpeter, J. A., "The Theory of Economic Development," Cambridge, MA, Harvard Univ. Press, 1912.

William, "The Time Series Behavior of Real Interest Rates a Comment," *Carnebie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Elsevier, Vol. 24(1), January 1986, pp.275~287.

제 4 장

중국 상업은행의 부실채권 연구

딩즈지에 (중국대외경제무역대학)
쑨샤오주엔 (중국대외경제무역대학)

제1절 서 론

시장화는 중국 특색의 사회주의 경제건설의 주요한 특징이자, 중국 금융체제 개혁의 핵심적 내용이다. 은행은 중국 금융체제의 핵심으로 경제발전을 지원하는 자본이 모이는 곳이다. 따라서 은행체제의 안정성 확립과 건전한 운영은 중국 금융의 안정과 지속적인 경제발전의 전제조건이다.

부실자산은 상업은행 리스크의 주요 형태이므로 은행체제의 안전성 연구에 있어서 주요 연구대상이라고 할 수 있다. 따라서 본 연구는 중국 금융의 시장화 개혁의 측면에서 출발하여 중국 상업은행 부실채권 형성과 처리, 중국 은행산업의 잠재적 리스크를 분석하며 이를 통하여 향후 상업은행의 안정적 경영에 대한 시사점을 제공하고자 한다.

본 장은 5개 부분으로 구성되어 있다. 제2절에서는 중국 상업은행의 부실자산의 주요 형태를 살펴본다. 제3절에서는 중국 상업은행의 부실채권의 분류, 정의 및 형성과정을 고찰한다. 제4절에서는 중국 금융체제 개혁의 맥락에서 상업은행 부실채권의 형성 및 변화 추세를 설명한다. 제5절에서는 금융자산관리공사의 형성과 중국 상업은행 부실채권 처리에 대한 영향을 분석한다. 마지막으로 제6절에서는 중국 상업은행 경영관리의 문제점을 분석하

고, 중국 경제발전 추세에 따라 향후 잠재적인 중국 상업은행의 경영 리스크와 개선점에 대하여 논의한다.

제2절 부실자산의 형태

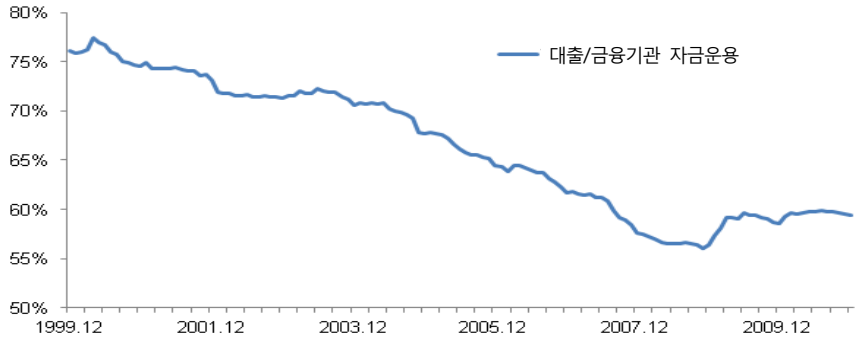
중국 국무원이 2000년 6월 21일에 공표한 '기업재무회계보고조례'에서는 기업의 '자산'에 대해 "자산은 과거의 거래 및 사업에 의해 형성된, 기업이 소유한 통제 가능한 자원으로서 향후 기업에 경제적 효익을 제공하는 것"이라고 정의했다. 따라서 상업은행의 부실자산은 수익이 예상되지 않는 은행의 자산이라고 이해할 수 있다.

중국 상업은행의 부실자산 형식은 채권형, 주식형, 미변제 자산 등 세 종류로 구분할 수 있다. 채권형 부실자산은 부실 단기대출과 증권 회수, 각종 대지급금, 미지불 이자, 유보조건이 이미 청산된 부실채권 등이 있는데, 이 중 부실채권이 가장 주요한 형태라고 할 수 있다. 주식형 부실자산은 부실투자(주식, 주식자본, 실물과 채권 등)를 지칭하며, 청산되지 않은 대출금의 출자전환 등이 포함된다. 미변제 자산은 채무변제를 요하는 자산으로서 은행이 법에 의해 채권 혹은 담보권을 가지는 실물자산 혹은 재산권을 지칭한다. 예를 들면 부동산 및 토지의 사용권, 교통수단, 기계 및 설비 등이다. 이론상으로는 현재의 가치가 장부의 가치보다 작을 가능성이 있는 것이 부실자산이다.

2004년 은감회가 발표한 '상업은행 부실자산 감독과 심사의 시행방법'은 상업은행의 부실자산 감독과 심사에 부실채권이 포함된다고 규정하고 있다. 그러므로 상업은행의 업무적 측면에서 볼 때 부실자산은 부실채권, 부실 부외자산, 기타 부실 비(非)대출자산으로 구분된다.

현재 부실대출자산은 중국 상업은행의 부실자산 상황의 가장 주요한 부분을 반영한다. 첫째, 대출은 중국 금융기관 자금운용의 주요 채널일 뿐만 아니라 중국 상업은행의 주요 자산형식으로서 대출이자 수입은 은행의 가장 주요한 수입원이다. 2000년 이후 중국 금융의 시장화 개혁의 진행에 따라

[그림 4-1] 중국 금융기관 인민폐 자금운용의 대출비중



자료: www.pbc.gov.cn.

금융기관의 형태가 다양해지고 상업은행의 자산 역시 다원화되었다. 이에 따라 대출이 중국 금융기관 인민폐 자금운용에서 차지하는 비율도 점차 줄어들었다. 그러나 2010년 말까지 여전히 60%에 육박한다(그림 4-1 참조). 2010년 중국인민은행이 대형 국유은행(공상은행, 농업은행, 중국은행, 건설은행, 교통은행, 국가개발은행, 우체국)에 제공한 인민폐 신용대출 수지 통계에 따르면, 자금운용 중 대출이 차지하는 비중이 55~57%이다. 둘째, 개정된 「중화인민공화국 상업은행법」에 따르면, 중국 상업은행은 은행의 자기사용 목적의 고정자산(自用固定資産) 이외에는 실물자산과 주식시장 투자, 기업에의 투자, 주식 혹은 지분에 투자할 수 없다. 따라서 현재 은행의 투자는 대부분 위험이 적은 국채 투자에 집중되어 있다. 그러나 담보대출이 전면적으로 시행됨에 따라 은행의 담보자산이 일반적으로 평가액에 따라 현금화되기 어렵고, 또한 각종 비용과 세금으로 추가적 손실이 발생하기 때문에 담보자산 형태의 부실자산의 위험성이 점진적으로 커지고 있어 그 위험성에 주목해야 한다. 마지막으로, 광의로 부실자산 통계기준이 통일되어 있지 않기 때문에 부실대출 역시 상업은행 부실자산의 주요 지표에 반영된다.

제3절 부실채권의 정의 및 분류방법의 변천

2003년 세계은행이 발표한 「바젤 핵심원칙 회원국의 대출 분류 및 준비금 계상에 대한 현행 법률 조사보고」에서 '부실채권'이라는 단어는 다양한 대출 분류제도에서 사용되고 의미하는 바도 다양하다. 일부 국가에서는 부실채권을 손실채권이라고 하며, 또 일부 국가에서는 만기 이후 일정 기간을 넘긴 채권을 지칭하기도 한다. 그러나 그 일정 기간에 대해서는 국가별 차이가 크다. 부실대출 중 소매대출에 대한 정의는 점차 공감대를 얻어가고 있는데, 즉 만기를 90일 넘긴 채권을 부실채권이라고 한다. 그러므로 상기 조사보고는 회계적 측면에서 은행이 본금과 이자를 계약에 정해진 시기까지 회수할 방법이 없을 경우, 그 채권은 손실을 입은 채권으로 인정되며 준비금 계상이 필요한 경우 부실채권이라고 분류한다.

중국은 두 종류의 부실채권 분류방법을 사용해 왔다. 1988년 재정부가 발표한 '금융보험기업재무제도'에 따르면 채권은 정상, 유기(逾期), 태체(呆滯), 태장(呆賬)으로 분류하였다. 여기서 유기(逾期), 태체(呆滯), 태장(呆賬)에 해당되는 채권을 부실채권으로 분류하여, 통상 '일유양태(一逾兩呆)'라고 하였다. 1996년 중국인민은행이 발표한 '대출통칙'에서 유기와 태체 채권에 대한 정의를 수정·명시하였다. 유기채권은 상환기간 내에 상환을 하지 못하는 대출로 연체기간이 1일 이상 1년 이하인 채권이다. 2년 이상 상환하지 못하는 유기채권이나 아직 2년이 되지 않았으나 생산 경영이 정지된 경우, 연체기간이 1년 미만이지만 대출기간이 만료된 채권을 태체채권이라고 한다. 태장채권은 채무인과 보증인이 법적으로 파산했거나 청산을 진행한 후에 상환할 수 없는 대출을 지칭한다. 채무인의 사망 혹은 '중화인민공화국민법통칙' 규정에서 채무자가 파산 또는 사망, 자연재해 또는 불의의 사고를 당하여 부분 또는 전부를 배상할 능력이 없을 때 채권자는 법에 의해 압류물을 처분할 수 있으며, 그 가치가 담보가치에 부족한 경우 국무원의 심사 후 장부에서 상각된다. 이런 분류방법은 시행이 간단하고, 당시의 재무제도와 기업제도에서 중요한 역할을 하였다. 그러나 은행산업 등 경제부문의 전면적

인 개혁・개방은 대출의 자산건전성 분류방법의 개혁을 이끌었다.

1997년 아시아 금융위기는 금융 리스크를 주목하게 만들었다. 1998년 중국 인민은행은 국제 통용의 5등급 분류법을 기존의 '일유양태(一逾兩呆)' 분류를 대체하여 도입하였다. 5등급 분류법에서는 리스크의 정도에 따라 신용대출자산을 '정상, 요주의, 고정, 회수의문, 손실추정'으로 분류하였다. 정상은 채무자가 계약을 이행할 수 있으며, 채권의 원금과 이자가 제때 상환되지 못할 충분한 이유가 없는 채권이다. 요주의 채권은 비록 채무자가 현재 원금과 이자의 상환능력을 보유하고 있으나, 상환에 약간의 불리한 영향을 주는 요인이 발생할 수 있는 것을 지칭한다. 고정은 채무자의 대출상환능력에 명백한 문제가 있고, 정상적인 영업수익으로는 원리금과 이자를 상환하기 어려워 담보를 설정하더라도 손실을 입을 가능성이 있는 채권이다. 회수의문은 채무자가 대출원금을 상환할 능력이 없고 담보를 설정하더라도 큰 손해를 입을 가능성이 있는 채권이다. 손실추정은 가능한 모든 조치나 법률적 절차를 사용하더라도 원리금과 이자를 회수할 방법이 없고, 회수하더라도 일부만 가능한 채권이다. 5등급 분류법 시행 후 고정, 회수의문, 손실추정 채권을 포괄적으로 부실채권이라고 지칭하게 되었다. 이 분류법은 1998년 광동에서 시범적으로 시행된 후, 1999년에 확산되었고 2002년에 전면 실행된다.

5등급 분류법의 시행은 대출 상환의 리스크 정도에 대한 판단을 중시함에 따라 과거의 '일유양태(一逾兩呆)'와 같이 단순히 상환불능의 사실에 근거하여 부실채권을 분류하는 방식에 근본적인 변화를 가져왔다. 즉, 사후적 판단을 사전적 판단으로 전환하였고, 은행으로 하여금 사전에 대응준비를 하게 하였으며, 부실채권의 손해가 발생할 때의 충격을 줄여 은행체계의 안정성에 기여하였다.

부실대출비율은 금융기관 부실대출이 총대출금액에서 차지하는 비중으로, 평가 금융기관의 신용대출자산 안전을 평가하는 중요한 지표 중 하나이다. 5등급 분류법에서 '부실대출비율 = (고정 채권 + 회수의문 채권 + 손실추정 채권) / 총채권 × 100%'이다. 부실대출비율이 높으면 금융기관의 대출 회수 리스크가 크며, 부실대출비율이 낮으면 금융기관의 대출 회수 리스크가 적다는 것을 의미한다.

제4절 금융체제 개혁과 부실채권의 형성 및 변화

중국 상업은행의 부실채권 형성과 처리는 중국 특색의 경제체제 개혁과 금융체제 변천의 산물이다. 1979~83년 중국 경제체제 개혁에 따라 상업은행체제가 형성되기 시작하는데, 이 단계에서는 은행의 부실채권이 대량으로 발생하지 않았다. 1979년 2월 23일 국무원이 발간한 「중국 농업은행의 회복에 대한 통지」에 따라 농업은행은 1979년 3월 30일 정식으로 업무를 개시한다. 1979년 3월 13일 국무원은 중국인민은행 '중국 은행체제 개혁의 지시요청서'를 비준하였다. 이후 중국은행은 중국인민은행에서 분리하여 외환관리 업무를 담당한다. 1979년 8월 국무원은 중국 인민건설은행의 재정부로부터 독립을 비준하였고, 이후 인민건설은행은 중국건설은행으로 개명되었다. 1983년 9월 17일 국무원이 '중국인민은행의 중앙은행 직능수행에 대한 결정'을 내놓으며, 1984년 1월 1일 중국공상은행의 설립이 결정되었다. 중국공상은행의 설립은 중국인민은행이 관리하는 4대 전업은행체제의 시작을 의미하며, 개혁·개방 초기 은행체제 재건의 기본적 완성이라고 할 수 있다. 그러나 이 시기에 국유기업에 필요한 유동자금은 재정부로부터 정액으로 제공받고, 고정자산투자는 정부의 명령에 따라 일정 금액의 계획항목에 따라 지출이 가능하며, 기업의 유동자금 소요액의 초과 액수와 개별 고정자산 투자항목에 대해서만 은행대출을 신청할 수 있었다. 그러므로 이 시기에는 은행의 대출규모가 비교적 작았기 때문에 부실 신용대출을 논할 여지가 없었다고 할 수 있다. 1981년 전국 공업생산기업의 대출은 487억위안에 불과했고, 1982년 40억위안이 증가하여 527억위안으로 되었다. 1983년에는 다시 70억위안이 증가하였으나, 총액으로 597억위안에 불과했다.[1]

1984년부터 1993년 중, 주식제 상업은행의 출현은 중국 은행산업의 경쟁을 가져왔다. 그러나 여전히 4대 국유은행의 과점체제와 낮은 수준의 시장화로 인하여 이 시기 부실대출이 급증하였다. 1984년 이후 기업은 기초건설

1 左鳳高, 「中國國有商業銀行不良資産的形成与處置」, 北京, 中國物价出版社, 2001.

자금을 재정에서 조달할 수 없고 은행대출을 통하도록 정책 변화가 있었다. 이에 기업대출은 빠르게 증가하였고 부실대출 역시 상당한 규모로 증가하였다. 1987년과 1988년 2년 동안 교통은행과 초상은행, 중신실업은행, 심천발전은행, 복건흥업은행, 광동발전은행 등을 포함한 신흥 주식제 은행들이 설립되었다. 1992년부터 중국광대은행과 화하은행, 푸동발전은행과 중국민생은행 등 후발 주식제 상업은행이 설립됨에 따라 중국 은행산업의 경쟁구도가 제고되었다. 그러나 4대 국유은행은 여전히 행정적인 지원을 받으며 독점적 지위를 유지하고 있었다. 4대 국유상업은행의 전통 제조업 기업에의 대출 및 건설부문에 대한 중복 투자는 이 은행들의 부실채권이 대부분 양산되는 원인을 제공하였다. 관련 자료의 추산에 따르면 1984년 이래 중국 전업은행의 평균 부실자산율은 대부분 10% 이상이었고, 1980년대 말에는 15%에 달해 2,000억위안의 부실자산이 형성되었다.[2] 1991년부터 1993년까지의 기간에 국유은행의 부실자산은 급속히 증가하였는데 그 직접적인 원인은 다음의 두 가지이다. 첫째, 1992~93년 중 중국경제가 과열되면서 신용대출자금이 부동산과 주식시장 투기로 이어졌다. 이 과정에서 1993년 하반기부터 거시경제 조정, 금융질서 정돈, 버블 안정 등 긴축정책이 실시되며 주식시장과 부동산시장에 묶여 있는 신용대출자금이 부실화되었다. 관련 자료의 추산에 의하면 이 시기에 형성된 부실자산은 2,000억위안에 달한다.[3] 둘째, 시장경제체제로의 전환과정 중 일부 국유기업은 시장경제체제에 적응하지 못해 감산, 생산 중단, 파산 등 경영상 어려움에 봉착하였다. 이들의 대출은 대부분 국유기업과 일종의 '형제관계'인 국유상업은행의 부실채권으로 이어진다. 1991~93년 중 국유기업의 부실채무 금액은 연도별로 각각 2,133억위안, 4,206억위안, 5,477억위안으로 증가하였다. 이에 따라 상업은행에 축적된 부실자산이 3,000억위안 이상에 달하였다.[4]

1994~98년 국유 전업은행의 상업은행으로서의 지위는 더욱 명확해졌으

---

2 宋光茂・曲和磊, 「中國的國有企業改革与銀行改革」, 1997, www.heri.org.cn/workpaper/12sgm.pdf.

3 中國信達資産管理公司, 「中國銀行業不良資産成因及對策研究」, 2005.

4 상게서.

나, 은행 내부의 경영관리 및 통제시스템이 미흡하여 부실자산의 급증이 초래되었다. 1994년은 특히 중국 은행산업에 있어 중요한 의의가 있는 해인데, 4대 전업은행이 수행하던 정책성 업무가 신규 설립된 정책은행인 국가개발은행, 농업발전은행, 수출입은행으로 이전되었기 때문이다. 1995년 「상업은행법」의 공표는 법적으로 국가 전업은행의 국유 독자상업은행으로서의 지위를 명확히 하였다. 특히 동 법규는 국유 독자상업은행에 효율성, 안정성, 유동성을 경영원칙으로 한 자주경영, 위험과 손해의 자기부담, 자율규제의 경영을 요구하였다. 이를 계기로 4대 전업은행은 법률상뿐만 아니라 업무적으로도 은행의 상업적 기능 확대를 도모함으로써 은행산업의 시장화 기초를 다지게 된다. 동시에 은행의 비(非)국유경제의 대출비중 역시 상승하였다.

1996~98년 3년간 전국 금융기관의 대출은 연평균 17.2%가 증가한 반면, 비국유경제 부문에 대한 대출은 27.3% 상승하였다.[5] 신규대출 증가분 중에서 비국유경제가 차지하는 비중이 점진적으로 상승하는데, 1998년 말까지 금융기관의 비국유경제 대출이 전체 대출 중 차지하는 비중은 42% 정도이다. 이 과정에서 1994년부터 은행의 부실자산이 급격히 상승하였다. 1996년 4대 국유은행의 부실대출비율은 20.4%이고 그중 유기 11.4%, 태체 7.7%, 태장 채권이 1.3%로 1991년의 5배로 증가한다.[6] 중국 『금융연감』(2000)의 분석에 따르면, 이러한 부실채권 급증은 금융기관의 경영관리와 내부통제 메커니즘이 완전하지 않은 것에 주로 기인하였다. 주룽지(Zhu Rongji) 총리는 1993년 중국인민은행 행장을 겸임하면서 '은행의 三鐵 확립(정확한 대출장부, 정확한 계상, 정확한 제도)'과 은행의 '3가지 규정(무분별한 대출, 장부 외 경영, 경영규범 위반 금지)'을 제시하였다. 또한 1996년 전국 은행경영관리회의에서 부실채권 감소를 위한 3년계획이 제출되어, 신용자산의 질을 높이는 은행의 경영관리가 재차 강조되었다. 그러나 국유은행은 장기간에 걸친 조방형 경영방식으로 조직 및 규모의 확대에 치중하여 현대적 금융기관으로서의 내부관리시스템, 통일된 법인관리체제, 과학적인 신용대출 관리체

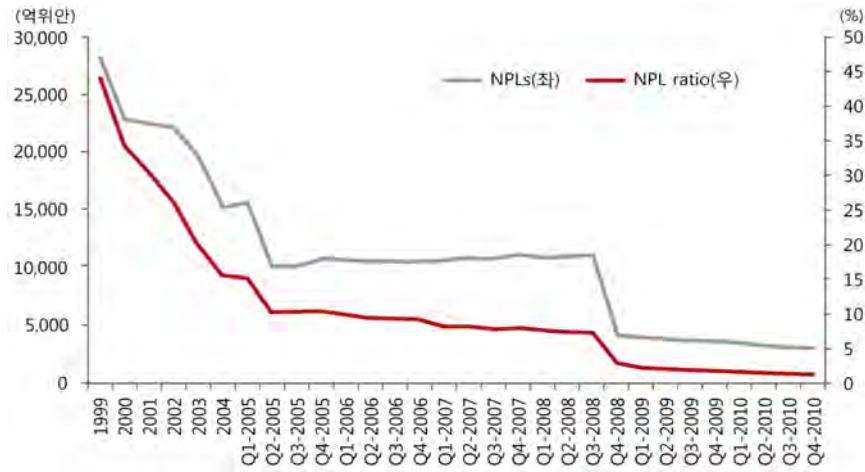
---

5 張曉晶, 「宏觀經濟政策与經濟穩定增長」, 1999, www.neri.org.cn/workpaper/48zxj.pdf.
6 樊綱, 「金融發展与企業改革」, 北京, 經濟科學出版社, 2000.

제를 구축하지 못하였다. 일부 은행 지점들은 경영규정을 어기고 자금을 융통하여 회수에 어려움을 겪었으며 손해가 극심해지기도 하였다. 부실채권 감축계획이 발표된 이래, 많은 은행들은 신규대출로 기존대출을 대환하였으며 장부상으로 부실대출을 정상대출로 기입하기도 하였다. 이러한 대출은 대부분 장기간 태체 혹은 태장 채권으로서 사실상 회수가 불가능한 채권이다. 1996~98년 국유은행의 부실자산이 증가하자 1999년 자산관리공사를 통한 4대 은행의 일부 부실자산 청산을 진행하였다. 1999년 말까지 상업은행의 부실채권비율은 44%에 달하여 부실채권 비중의 GDP 비중이 34%를 초과하였다. 국유은행의 대출비용이 높고 경영관리 효율이 떨어져, 부실채권의 빠른 증가는 심각한 문제가 되었다. 1999년 포춘지에 의하면 전 세계 500대 기업 중 63개 은행이 포함되는데, 이 중 유럽 은행의 1인당 평균 관리자산이 가장 많아 497.41만달러에 달하며, 1인당 수익 창출 역시 가장 높아 46.31만달러에 달한다고 발표하였다. 그러나 중국 은행들의 1인당 평균은 각각 95.50만달러, 5.63만달러로 가장 적었다.

1998년부터 2003년 중 은행산업의 시장화 개혁과 대출규모 급증 과정에서 부실대출의 액수와 비율이 함께 하락하였다. 1997년 아시아 금융위기는 금융위기의 잠재 가능성과 파괴성에 대한 인식을 넓혔고, 이에 따라 중국 금융체제의 시장화 개혁이 더욱 중요시되어 개혁이 가속화된다. 따라서 4대 국유상업은행의 시장화 개혁의 가속화는 금융체제 개혁의 주요 이슈로 부각되었다. 1997년 11월 중공중앙과 국무원은 제1차 전국금융공작회의를 개최하고 연이어 일련의 국유상업은행 개혁 조치를 발표하였는데 그 주요 내용은 다음과 같다. (1) 재무구조조정: 1998년 재정부문에서 4대 국유은행에 2,700억위안의 특별 채권을 발행하였는데, 자본금 보충과 BIS 자기자본비율 8% 요구를 충족시키기 위한 것이었다. 1999년에 새로 설립된 4대 금융자산관리공사는 부실채권 1조 3,939억위안을 정책적으로 수매하였다. (2) 내부관리 개선: 4대 은행은 법인체제를 통일·강화하여 법인을 중심으로 자본금 출처와 자본금 운용에 대해 자구적으로 평형 달성, 자산부채비율의 관리 실행, 엄격한 권한과 신용공여제도를 실행한다. (3) 외부 감독 강화: 2003년 4월 28일 중국은행감독 관리위원회가 정식으로 설립되어 국무원

[그림 4-2] 국유상업은행의 부실채권과 부실률



주: 2007년 이전 국유상업은행은 중국공상은행, 농업은행, 중국은행, 중국건설은행을 포함하며, 2007년 이후에는 교통은행도 포함함.
자료: 2003년 『중국 금융연감』과 중국 금융감독회 웹사이트(www.cbrc.gov.cn).

직속 사업단위로서 기존의 중국인민은행이 행사하던 은행과 금융관리공사, 신탁투자회사 및 기타 예금성 금융기관에 대한 감독관리 직권을 행사하였다. 상업은행 부실채권 5급 분류기준에 따라 감독과 심사를 진행하고 있다. 이러한 조치들을 통한 엄격한 감독의 실시 이후 국유은행의 부실대출비율은 [그림 4-2]와 같이 하락했다.

2003년부터 2008년까지 국유은행 주식제 개혁은 부실채권의 규모와 비율을 모두 감소시켰다. 2003년 12월 30일 정부는 중앙회금투자유한공사(中央匯金投資有限公司)의 중국은행, 중국건설은행에 대한 450억달러의 증자를 통과시켰고, 국유상업은행의 주식제 개혁을 시작하였다. 개혁의 내용은 현대적 상업은행제도의 기준에 따라 규범적 회사 경영구조와 엄격하고 명확한 내부통제제도 확립, 양질의 재무적 규범과 구조, 내재적 리스크방지시스템 형성, 재무 조정, 부실채권 처리의 가속화, 자본금 보강, 엄격한 재무기준 설립 등을 포함한다. 국내외 상장에 유리한 시기와 환경을 조성하여 일반인 주식보유를 유도하였다. 국유은행의 성공적 개혁과 은감회의 부실채권 규모 및 부실채권비율 축소의 사명에 따라 4대 은행의 부실채권은 지속적으로 정

리되었다. 2004년과 2005년에 대규모 부실채권 상각 이후, 중국은행 및 공상은행의 부실채권비율이 각각 5.79%, 19%로 감소하였고 건설은행의 부실채권비율은 10% 이하로 감소하였다. 건설은행의 경우 2005년 2사분기 부실채권비율은 3.08%까지 떨어져 중국 은감회의 기준에 최초로 부합하였다. 농업은행은 2007년 재무구조조정과 주식공개 예비기간에 8,000억위안 이상의 부실자산이 다시 상각되었고 부실채권비율은 19.25%로 감소하였다. 2008년 말 기준으로 교통은행을 포함한 5대 상업은행의 부실채권비율은 2.81%이다.

상술한 바와 같이 부실채권의 형성은 은행 위주의 금융체제가 정상화되는 과정에서 나타나는 자연적 현상이며, 부실채권의 정리과정 역시 중국 금융체제의 건전성과 안정성을 위한 필수적인 조치였다고 할 수 있다.

제5절 상업은행 부실채권 처리와 금융자산관리공사

아시아 금융위기 이후 초보적인 시장화 개혁이 시작되어 2003년 국유상업은행의 주식제 개혁까지 4대 국유상업은행의 부실자산의 정리와 처리는 시장지향적 방식으로 개선되었다.

1. 부실채권의 청산과 시장화 인수

가. 정책적 청산

금융위기를 예방하고 국유기업의 개혁과 경영개선 지원을 위하여 국무원의 비준을 통해 1999년 4월 20일, 10월 15일, 10월 18일, 10월 19일 각각 信達, 東方, 長城, 華融 등 4개 금융자산관리공사가 설립되었다. 중국건설은행의 부실자산 4,077억위안, 중국은행의 부실자산 3,458억위안, 중국농업은행의 부실자산 2,674억위안, 중국공상은행의 부실자산 3,730억위안 등 13,939억위안의 부실자산이 국유은행의 부실채권 청산정책에 의해 처리되었다.

금융자산관리공사는 국유 독자 비은행금융기관으로 등록자본금은 평균 100억위안이다. 「금융자산관리공사조례」 규정에 따라 금융자산관리공사의 총재는 회사의 법정대리인으로 국무원의 임명을 받으며, 대외적으로 금융자산관리공사를 대표하고 회사의 경영관리를 책임지게 된다. 국무원의 「국유중점금융기관 감사회 잠정시행조례」 규정에 따라 금융자산관리공사는 감사회를 설치해야 한다. 감사회는 국무원을 파견하고 국무원에 대하여만 책임을 진다. 감사회는 회사의 재무활동과 경영층의 경영관리에 대하여 관리감독을 실시하여 국유자산을 보호한다.

1999년 금융자산관리공사는 국유상업은행으로부터 장부가로 부실자산을 매입하였다. 매입한 부실자산에는 부실채권과 출자전환 자산이 포함된다. 구체적인 내역은 (1) 경제무역위원회가 추천하고 국유상업은행이 확정한 출자전환기업의 대출채권, (2) 국유상업은행이 1995년 말 이전에 대출하여 1998년 말 이전에 형성된 인민폐 및 외화표시 유기 및 태장 채권, (3) 국유상업은행의 1999년 9월 말 장부상 태장채권, (4) 국유상업은행이 회수한 상술한 부실채권에 대응하는 담보자산, 손실로 계상된 미수 이자 등이다. 상술한 채권 미수 이자는 무상으로 금융자산관리공사가 인수하였다.

금융자산관리공사의 자주적 경영관리와 부실채권 처리는 인민은행의 재할인과 금융자산관리공사가 상업은행에 발행한 금융채권 매도 자금을 자금원으로 한다. 이 조치에 따라 4대 국유상업은행의 자산부채구조가 개선되었으며, 국유상업은행 자산의 질적 수준과 신용수준이 제고되어 은행의 리스크가 감소되었다.

금융자산관리공사는 국유은행의 부실자산을 인수할 때 「금융자산관리공사조례」에 의거하여 추심, 부실자산의 임대 혹은 기타 형식의 양도 및 구조조정, 출자전환, 기업지분의 단계적 인수, 주식상장 추천 및 채권, 주식 판매, 금융채권 발행을 통한 금융기관으로부터 자금조달, 재무 및 법률 자문, 자산평가, 중국인민은행과 증권감독관리위원회의 비준을 통과한 기타 업무를 할 수 있다.

2004년 자산관리공사의 업무범위가 확대되어 부실자산 상업화 인수, 실물자산 개선을 위한 투자, 부실자산 위탁대리 등을 수행할 수 있다. 그러나

자산관리공사는 상술한 활동과정에서 다음 두 개의 원칙을 준수하여야 한다. 즉, (1) 최대 한도의 자산 회수 및 보존으로 손실 최소화 (2) 국유기업 개혁 촉진이다. 자산관리공사는 인수한 부실자산 중 약 4,000억위안을 출자 전환하였으며, 이는 국유기업 개혁의 지원과 현대기업제도의 설립, 기업발전 촉진의 취지에 따라 진행되었다.

나. 시장화 인수

2003년 중국·건설·공상 은행의 주식제 개혁 일정이 발표되었고, 이에 재무구조조정과 부실채권 처리가 재개되었다. 그러나 재차 대규모의 정책적 청산을 실시하는 것은 현실상 적합하지 않았다. 따라서 1999년의 정책적 청산의 경험을 바탕으로, 2004년 자산관리공사의 부실자산 상업화 인수의 비준 이후 시장화 공개입찰 처리방식이 부실채권 청산을 위해 적용되었다. 즉, 금융자산관리공사가 경쟁입찰방식으로 상업은행의 부실채권 매수에 참여하는 것이다. 이는 중국의 부실자산 처리에 있어서의 시장화 개혁을 일정 정도 앞당기는 데 기여하였다.

2004년 중국은행과 건설은행은 경쟁입찰방식으로 회수의문 등급의 채권을 일괄 판매하였다. 즉, 경쟁입찰방식으로 1개 금융자산관리공사를 선정하고, 선정된 자산관리공사가 일종의 도매 자산관리공사로서 기능한다. 이때 선정된 자산관리공사는 자산을 몇 개의 포트폴리오로 나누어 다시 공개입찰방식으로 타 자산관리공사에 매각하는 방식을 취한다. 이 시기 일괄처리 대상인 회수의문 채권의 장부가는 2,787억위안이었다. 이 중 중국은행과 건설은행 채권이 각각 1,498억위안, 1,289억위안이고 장부 외 이자는 무상으로 인수되었다.

부실자산의 경쟁입찰 판매과정은 엄정하고 신중하게 진행되었다. 재정부, 인민은행, 은감회 등 관련 기관이 연합하여 자산관리공사 공개입찰업무소조(태스크포스)를 설립하였다. 공개입찰업무소조는 국무원의 '국유 독자상업은행 주식제 개혁 영도소조'의 지도하에 자산관리공사의 공개입찰의 실제 업무를 책임진다. 즉, 입찰문서의 발표와 수집, 평가기준 확정, 경쟁 입찰인의

서면 평가와 낙찰자 발표 등의 업무를 담당한다. 또한 공개입찰의 절차에 따라 중국은행과 건설은행이 자산에 대한 기초평가를 진행하여, 자산관리공사가 자산회수가치에 대한 유용한 정보를 제공한다. 이후 자산관리공사는 자산조사를 실시하는데, 특히 채권의 법적 유효성에 중점을 두어 회수가치를 평가한다. 2004년 6월 공개입찰방식에서는 최종적으로 信達자산관리공사가 선정되었다.

2004년 경쟁입찰방식과 1999년의 정책적 처리를 비교하면, 자금 사용과 시장화 방식에 있어 개선이 이루어졌다고 할 수 있다. 첫째, 경쟁 메커니즘의 도입으로 시장화와 상업화의 운영 요구를 일정 정도 만족시켰다. 즉, 인수가격은 자산관리공사가 제시한 가격에 기초하였으며 이자는 가격에 포함되지 않았다. 자산관리공사는 자체적인 원칙과 조사 결과에 따라 입찰가격을 결정하였다. 반면에 1999년의 청산은 부실자산의 원금과 이자의 액면가치를 반영한 것이었다. 또한 2004년의 청산은 각 자산관리공사가 입찰에 참여하여 경쟁적 구도를 형성함으로써 1999년의 청산방식과는 시장화의 정도에서 차별된다.

둘째, 경쟁입찰은 자산관리공사의 책임을 증가시켰다. 1999년 부실자산의 청산은 액면가에 따라 이루어져 자산관리공사는 부실채권 처리성과를 측정할 구체적 지표가 없어 인센티브시스템을 만들 수 없었다. 그러나 2004년에는 자산관리공사가 자체적으로 입찰가격을 결정, 책임지도록 하여 자산회수의 목표와 책임을 명확히 하였다. 이 외에 2004년의 정리기금은 중앙은행의 재할인자금과 은행에 발행한 금융채권에 의존하지 않았으며, 2차에 걸친 자산관리공사의 도매매각 자금을 사용하였다. 이 조치는 은행이 부실채권 청산 후 즉시 현금이 회수되도록 하였으며, 자산관리공사가 발행한 채권으로 전환되지 않았지만 회수된 현금으로 반드시 중앙은행의 어음을 매입하도록 화폐공급량을 조절하였다.

이 시기의 처리방식 또한 개선의 여지가 있다. 먼저 각 자산관리공사의 실사가 회수의문 채권의 15%를 초과할 수 없으며, 채무자 조사범위는 4%를 넘지 못하였다. 이러한 조사방식으로는 자산관리공사의 처리자산 전체를 정확히 평가하기 어렵다. 또한 일괄 매각은 거래자산 포트폴리오를 지나치게

크게 만들어 낙찰 자산관리공사가 짧은 시간 내에 처리하기가 어려워 2차 유통시장에도 영향을 미쳤다. 마지막으로 자산 포트폴리오를 타 자산관리공사에 분할·처리토록 하는 것은 1차 거래시장에 거래기간을 과도하게 연장해 부실자산의 2차 시장의 발전에도 영향을 준다.

그러나 같은 방식의 시장화 부실채권 처리이지만, 공상은행의 방식은 중국은행과 건설은행의 처리와 분명한 차이가 있다. 공상은행은 중국은행과 건설은행의 경험을 통하여 처리과정이 비교적 성숙해진 결과 시장화의 특징이 더욱 분명하다. 2005년 공상은행은 중국의 이원화된 은행산업의 특징을 이용하고 부실자산의 지역적 분포를 고려하여 개별 처리하는 방식으로 효율성을 제고하였다. 상하이시, 저장성, 쑤저우시와 닝보시 등 4개 지역을 제외하고, 35개 공상은행의 직속 지점은 처리 자산의 지리적 분포에 따라 35개의 회수의문 자산 포트폴리오로 만들고 시장화 방식을 통해 금융자산관리공사에 공개입찰 처리하였다. 2003년 말 공상은행의 총자산은 5조 2,781억위안에 달했는데 부실자산은 8,546.65억위안, 이 중 부실채권은 7,202.57억위안, 비대출 위험자산은 1,339.08억위안이다. 부실채권의 5등급 분류를 기준으로 하면 고정 733.9억위안, 회수의문 4,605.92억위안, 추정손실 채권이 1,867.68억위안으로 부실채권율이 21.24%에 달했다. 이 시기에 공개입찰된 자산은 회수의문 채권의 원금 4,506억위안으로 이자는 무상 인수되었다. 기존의 자산처리방식과 마찬가지로 공상은행의 자산처리과정에서 인민은행, 재정부, 은감회 등 관련 기관이 입찰과정을 관리·감독하였다.

분할입찰에서 구매자의 자산평가 또한 점진적으로 실행되었다. 이는 자산관리공사가 더욱 합리적인 근거로 가격을 제시하도록 하였을 뿐 아니라, 판매자로서 은행에 대한 실사도 더 엄격히 이루어지도록 함으로써 처리과정에서의 시장화 수준을 제고하였다. 공상은행은 판매 자산에 대한 실사를 진행함에 따라 채권 정보를 정리하고 판매자 실사 데이터의 객관성과 공정성을 회수의문 채권에 반영하여 정보의 표준화를 도모하고 피드백을 금융자산관리공사에 제공하였다. 또한 2004년의 재무부, 은감회, 인민은행이 연합 발표한 「국유상업은행 부실채권 청산과정의 책임추궁 업무에 대한 통지」의 관련 규정에 따라 부실채권 형성 원인과 책임을 분석하였다. 4개 자산관리공

사는 자산 포트폴리오의 분포에 따라 표본조사를 진행하였는데, 공상은행은 각 자산 포트폴리오의 표본 수를 2배 증가시키고 포트폴리오 자산의 수량을 30% 증가시켰으며 표본금액은 상한이 없게끔 했다.

이 밖에도 공상은행은 회수의문 채권의 분할입찰과정에서 투명성과 규범화 정도를 제고하였다. 먼저 입찰문서의 형식과 입찰 요구, 입찰가격에 있어 분명한 규정을 정했다. 또한 평가방법을 공개하였다. 하나의 자산 포트폴리오를 평가대상으로 정하고, 금융자산관리공사의 제시가격을 유일한 입찰심의 기준으로 하여, 입찰업무조가 모든 자산 포트폴리오에 입찰 최저가 X를 제시하도록 하였다.

금융자산관리공사의 입찰제시가격의 평균은 자산 포트폴리오 공개입찰 기준가격이 되어 그 기준 금액의 10% 범위 내에서 입찰제시 최고 가격이 최저가 X보다 높거나 동일하면 해당 기관이 낙찰된다. 만약 입찰제시 최고 가격이 X보다 낮으면, X~X(1~10%)의 범위 내에서 제시가격이 가장 높은 금융자산관리공사가 낙찰받는다. 금융자산관리공사의 제시가격이 X보다 10% 낮은 범위이면 유찰되고, 즉시 두 번째 입찰로 넘어간다. 2차 입찰 결과에 따라 입찰업무조는 낙찰 금융자산관리회사와 낙찰가격을 확정하는데 원칙상 최고 금액 제시자에게 낙찰된다. 2005년에 총 4,560억위안의 35개 자산 포트폴리오가 4개 금융자산관리공사에 낙찰되었는데, 낙찰분포가 합리적이고 2004년 중국은행과 건설은행의 부실채권 처리 시 신달자산관리공사의 단독 낙찰과 비교하면 효율성이 제고되었다.

2005년 공상은행 회수의문 채권의 처리에서는 시장화 운영과 리스크 통제 측면에서 큰 진보가 있었다. 35개의 자산 포트폴리오에 대하여 단독으로 입찰공고를 내어 각 자산관리공사에 더 많은 선택기회를 주었을 뿐만 아니라, 공평하고 균등한 기회라는 원칙을 바탕으로 공개적으로 처리하여 회수의 최대화 실현에 도움이 되었으며, 채권 처리의 중간 과정을 없애 부실채권 처리의 효율성을 높였다. 뿐만 아니라 규범화, 표준화된 실사과정을 통해 판매자의 책임을 확대하였으며, 대출자료와 관련 관리 정보의 전달을 보증하여 자산 보호 및 손실을 최소화하였다.

다. 재정부의 농촌은행 부실자산에 대한 정책적 청산

농업은행의 부실자산은 상업화 처리과정을 따르지 않고 재정부와 인민은행이 주관하여 정책적으로 정리하였다. 그 원인은 (1) 농업은행의 부실자산이 규모는 크지만, 각각의 금액은 적고 분포지역이 넓어 자산관리공사의 처리효과가 크게 기대되지 않았고, (2) 농업은행의 부실자산은 농업발전은행, 인민은행의 대출, 중국은행과 건설은행의 설립 초기 농촌대출, 인민공사 해체 시 농업은행이 생산대(生産隊)에게 빌려주었던 농가대출, 빈곤구제대출 등이 대부분이었기 때문이다. 상기 대출들은 대출의 질적 수준이 매우 열악하다. 2007년 말 농업은행의 연례보고서는 5등급 분류기준에 따른 부실채권 규모가 8,179.73억위안으로 부실대출비율이 23.50%에 달한다고 명시하였다. 단, 상기 보고서에서 등급에 따른 부실채권 규모는 보고하지 않았다.

2008년 11월 21일, 재정부는 농업은행이 2007년 12월 31일을 기준일로 삼아 액면가 8,156.96억위안의 부실자산 정리를 비준하였는데, 이 중 회수의문 채권 2,173.23억위안, 추정손실 채권이 5,494.45억위안, 비(非)대출 자산이 489.27억위안이었다.[7] 상기 부실자산은 2007년 12월 31일 중국인민은행이 농업은행에 대하여 1,506.02억위안의 무이자 재할인대출, 6,650.93억위안은 재정부에의 미납금으로 처리하여 2008년 1월 1일부터 연이율 3.3%로 이자를 계상하고 있다. 농업은행과 재정부는 공동관리기금을 설립하여 15년 이내에 재정부 미납원금과 이자를 상환토록 하였다.

공동관리기금의 자금출처는 기금 존속기간 동안 농업은행이 재무부에 분배하는 현금 주식배당금, 중앙정부 재정에 납부하는 기업소득세, 부실자산 처리 회수자금에서 회수비용을 차감한 자금, 재정부의 농업은행 주식지분 매각수입 등을 포함한다. 양도된 부실자산의 모든 권리는 재정부에 귀속되며 모든 리스크 역시 재정부가 책임진다. 여타 국유은행들과 달리 농업은행의 부실자산 처리는 재정부가 농업은행에 위탁하는 방식으로 처리할 예정이다. 이에 재정부의 위탁을 받아 농업은행이 부실자산처리 전문기관을 설립

---

7 農行 2008年 年報.

하여 위탁·처리하는 방식을 택할 것으로 예상된다.

2. 금융자산관리공사의 부실채권 정리

4개 금융자산관리공사의 설립 초기, 자산처리 업무는 「금융자산관리공사 조례」와 국가 관련 정책에 의거하여 처리되었다. 재정부와 인민은행은 부실자산 관리 및 처리 업무의 통계와 감독의 편의를 위하여 부실자산 처리방식의 분류를 명시하였다. 재정부는 부실자산 처리방식을 다음과 같이 여덟 가지로 분류하였다; ① 출자전환, ② 부실채권 상각, ③ 원리금 회수, ④ 채권구조조정, ⑤ 채권 양도, ⑥ 소송을 통한 추심, ⑦ 파산, ⑧ 정책적 인수합병. 한편, 인민은행의 부실채권 처리방식은 ① 원리금 회수, ② 채권구조조정, ③ 정책적 출자전환을 통한 지분매각, ④ 협의매각, ⑤ 입찰경매, ⑥ 파산채무상환, ⑦ 소송을 통한 추심, ⑧ 경영수입 등 여덟 가지로 분류한다.

그러나 실제적으로 1999년부터 2001년까지 인수한 4,000억위안의 출자전환 자산 이외에 자산관리공사가 부실자산을 처리하는 주요 방식은 '직접 방문을 통한 채무 회수 및 상환금 확보'이다. 이런 방법은 채권자의 권익보호에 유리하지만, 인력과 비용이 많이 든다는 단점이 있으며 처리 속도가 느리고 효율이 낮아 부실자산시장의 발전에 도움이 안 된다.

'출자전환'은 은행과 기업의 채권채무관계를 자산관리공사와 기업 간의 지분투자를 통한 경영통제관계로 전환하고, 기존의 원금과 이자 상환을 배당금 지급방식으로 전환한다. 자산관리공사는 기업의 주식을 보유함으로써 일련의 채권·채무 관계를 통해 회사 경영구조의 변화를 이끌고 부실채권의 회수를 가속화할 수 있으며, 기업의 채무부담을 경감하여 국유기업의 경영시스템 변화와 현대적 기업제도의 확립을 이끌 수 있다. 국가통계국의 기업조사에 따르면 504개의 '대출금 출자전환'에 동의한 기업은 출자전환 이후 월평균 37.23억위안의 이자를 절감하였고, 기업자금 부담률이 45.6% 이하로 떨어졌으며, 439개 기업은 흑자전환하였으며 나머지 65개 기업도 손실을 대폭으로 감소시켰다.

2001년 말 華融자산관리공사는 부실채권 처리를 위한 국제입찰 공고를 냈

는데, 이는 외국 투자자들이 중국의 부실자산시장에 진입하는 계기가 되었다. 2001년 11월 19일, 7개 투자기관이 조성한 3개의 투자단은 화융자산관리공사에 입찰서류를 제출하였다. 2001년 11월 29일과 12월 21일에 모건스탠리 중심의 투자단과 골드만삭스는 각각 액면가 108억위안과 19.72억위안의 부실자산을 구매하였다. 2002년 11월 26일 경제무역부는 화융자산관리공사와 모건스탠리 입찰팀, 골드만삭스와 각각 第一聯合자산관리공사, 融盛자산관리공사의 설립을 비준하여 부실자산 정리에 있어서 중외합작의 서막을 올렸다.

부실자산의 처리가 진행됨에 따라 금융자산관리공사는 관련 정책허가의 범위 내에서 일련의 부실자산을 처리하는 방식을 시작하였는데, 여기에는 다음의 25가지 방법이 있다. (1) 원리금 회수: 이는 금융자산관리공사가 대출 계약에 의거하여 어떠한 감면 및 회수도 없이 처리하는 방식; (2) 채무 갱신: 금융자산관리공사와 채무인 혹은 보증인이 협상을 통해 상환협정을 통하여 기존의 대출계약 내용과 처리방법을 고치는 것; (3) 할인 후 현금화: 금융자산관리공사와 채무자 또는 보증인이 협의한 후 회사가 가진 채권 전부를 할인하여 채무자가 한 번 혹은 나누어서 채권을 분할 상환하는 것으로 채무관계 혹은 보증관계를 해결하는 방식; (4) 자산대체: 자산 변제 이외에 자산의 가치를 보장하거나 처리를 촉진하기 위해서 금융자산관리공사가 가지고 있던 자산 등을 채무인 이외의 제3자에게 전환하는 방식; (5) 대위권 행사: 금융자산관리공사의 대리인이 제3자의 채권에 대해 행사하는 권한으로 채권의 회수를 통하여 자산을 보호하는 방식; (6) 지급명령 신청: 금융자산관리공사가 법에 의거하여 인민법원에 채무자가 지급할 것을 명령해 달라고 신청하는 채권회수방식; (7) 담보권의 행사; (8) 보증인 독촉; (9) 상환 소송; (10) 파산 청산; (11) 계획적 파산: 국가산업정책에 부합하여 국가의 관련 부문의 기업파산계획 리스트에 올려 국무원의 비준과 전국 기업 겸 파산영도소조의 정식 명령에 의해 파산절차를 밟는 기업으로 근로자의 관련 규정 및 기업채무 해결에 관해서는 국가의 관련 절차를 따름; (12) 경매; (13) 공개입찰: 2001년 화융자산관리공사의 국제 입찰 사례와 같음; (14) 협의매각: 금융자산관리회사가 제3자(자산 매수자)와 협의를 통해 회사가 가

진 자산 처리권을 판매·양도하는 방식; (15) 위탁: 금융자산관리공사가 소유한 자산처리권을 조건이 맞는 제3자에게 위탁하여 상응하는 서비스 비용을 지불한 뒤 채권을 처리하는 방식; (16) 출자전환; (17) 증권화: 2003년 화융자산관리공사와 중신신탁주식회사는 자산신탁 계약과 신탁자산 처리에 관한 협정을 맺어 자산 처리의 신탁 항목을 퇴출하고, 우선주의 양도와 자산 매각자 측이 차등의 수익권을 가지게 하는 방식으로 자산회수가치의 최대화 달성을 목표로 설정;[8] (18) 합자(합작); (19) 대외출자: 금융자산관리회사가 국가 유관 규정에 따라 소유한 자산의 처리권을 해외 자회사에 출자하여 이익을 양도하는 것으로, 이를 통해 자금을 회수하는 방식;[9] (20) 실물자산 임대: 금융자산관리공사가 소유한 일정한 사용권을 상품 생산이나 서비스를 제공하는 타인에게 임대하여 거기서 얻은 임대수입을 취하는 방식; (21) 실물자산투자: 금융자산관리공사가 소유한 실물자산을 취득, 기타 경제주체와의 합자경영, 개발, 실물자산 개선의 방식을 통해 사용가치와 자금 회수율을 높이는 방식; (22) 주식 배당금: 금융자산관리회사가 자신이 소유한 주식에 의거, 기업의 이익 분배에 참여하여 자산의 수익을 취하는 방식; (23) 기업의 자기지분 재인수: 기업이 채권을 주식으로 전환한 후 본래의 채무인 혹은 새로운 등록회사가 현금 및 비현금 자산으로 일시에 혹은 여러 번에 나누어 금융자산관리회사가 소유한 전체 주식을 되사는 방식;[10] (24) 주식 양도: 금융자산관리공사와 제3자(자산 구매자)가 협의하여 회사가 가진 주식 자산을 구매자에게 양도하여 자산의 현금화를 실현하는 처리방식; (25) 상장 추천: 금융자산관리공사가 시장 전망과 경영성과가 좋은 기업을 증권거래소

---

8 본 프로젝트는 중국 금융시장에서의 새로운 투자방법으로 중국의 신용대출자산 증권화 방면에서 중요한 진전을 이룬 것으로 여겨진다. 2003년 신달자산관리공사와 도이치뱅크가 합작하여 부실채권을 일괄 처리함으로써 부실자산의 국외 증권화를 실현했다.

9 2002년 말 동방자산관리공사가 미국의 부실자산 자문회사에 양도한 액면가 18억위안의 부실채권이 그 예이다. 양도 후 해외 동방자산관리공사와 국제 투자자들이 만든 합작회사가 중소투자자에게 채권을 매각하고, 국내에서는 대리인의 신분으로 관리와 회수 업무를 계속하였다.

10 예를 들어 2002년 화융자산관리공사는 채권을 주식으로 전환한 남경철강주식회사의 구조조정 기회를 이용하여 주식당 0.69위안의 가격으로 2억 7,299만위안의 주식 3억 9,381만주를 남강철강에 양도하였다. 양도가격은 순자산가격보다 12% 높아 남강주식회사의 순자산가치 감소에 따른 손해를 보충할 수 있었다.

상장에 추천하는 방식으로 자산관리공사가 가지고 있던 주식을 처분하는 방법.[11]

2006년 1분기까지 4개 자산관리공사의 처리 진행은 누계 처리금액이 채권의 매수가격에 육박하여 대략 68.61%에 달한다. 처리된 자산회수율은 24.2%이고 현금회수율은 20.84%이다.

3. 부실채권가격 산정방법

중국은 본래 자산가격 산정에 있어서 기술적으로 백지상태나 다름없었다. 게다가 중국 국유은행이 국유기업의 부실채권 형성의 역사와 경제환경에서 갖는 특수성으로 인하여 중국에 맞는 자산가격 산정 방식 및 기술을 찾는 것이 매우 어려웠다. 부실자산의 처리경험을 바탕으로 화융자산회사가 2001년 제정하고 2002년에 개정한 '채무구조조정 관리방법'의 부실자산 가치분석방법은 광범위하게 응용되고 있다. 부실자산 가격 산정과 기업 가치분석의 결합으로 채권과 실물자산, 자산조합분석모형이 제시되었고 상대적 자산가격분석시스템이 수립되었다.

채권자산가격 산정의 가장 중요한 내용은 채권의 특징에 근거하는데, 이에 따라 많은 방법들이 고안되었다. 예를 들면 가정청산법, 재무구조조정 기업가치분석법, 신용평가법, 사례비교법, 종합요소 회귀분석법, 전문가 채점법 등이 있다.

가정청산법은 기업(채무인 혹은 채무 책임 관련자)이 상환을 진행하려는 상황에서 기업의 전체 자산에서 상환에 사용할 수 없는 자산을 제거하고 현금화할 수 있는 금액을 산출하여, 총부채 중 실제로 책임질 필요가 없는 것을 제외하고 기업의 청산과정 중 상환의 순서에 따라 채무상환 우선순위를 고려하는 것으로, 특정 시기의 부실채권의 상환 정도를 분석할 수 있다. 경영 지속 여부에 상관없이 채무기업이 안정적인 현금 유동성이 없거나 부족한 경우 가정청산법을 채택하는 것은 비교적 합리적이며, 중국 금융의 부실

11 2002년 화융자산관리공사는 화북태행시멘트회사를 상해 증권거래소에 상장시킨 뒤 A주 5,000만주를 발행하여, 금융자산관리공사의 상장·판매 업무를 시작했다.

자산의 특징과도 잘 맞아 비교적 많이 활용된다.

재무구조조정 기업가치분석법은 기업의 핵심 보유자산의 변화 총량에 의거하며 중국의 노동자 우선 배려에 대한 특수 정책과 결합하여 기업의 업계, 상품, 시장, 관리 요소 등의 영향을 고려한다. 구조조정 이후 기업의 미래 일정 시기 내에 상환 가능한 현금과 경영자본에 대하여 예측 분석을 진행하는데, 기업의 미래 현금 유동성의 일정 비율을 부실채권 상환에 사용하는 것을 고려하는 방법이다. 채무기업이 경영을 계속하고 안정적 현금 유동성을 가지므로 투자가치가 있을 때 재무구조조정 기업가치분석법은 비교적 활용도가 높다.

신용평가법은 채무기업의 재무지표와 비(非)재무지표를 계산·분석하여 기업의 신용등급상태를 평가하고, 그 등급에 따라 대출이자와 위험도를 계산하여 대출 방식과 형태를 정하는 방법이다. 지속적으로 경영하고 있으며 재무 보고가 규범적이고 은행과의 신용관계가 여전히 잘 유지되고 있는 기업에 활용된다.

재무자료가 부족하지만 비교 가능한 사례가 있는 경우, 사례비교법을 사용하는 것이 적절하다. 부실채권 처리에 대한 대량의 경험을 축적한 경우 부실자산 처리에 영향을 주는 각종 요인을 고려하여 회귀분석을 실시한다. 정성분석이 어렵거나 불확실한 요인이 많은 경우 다단계의 전문가 의견을 받아들인다.

4. 금융자산관리공사의 상업적 전환

2010년 말 4개 금융자산관리공사의 향후 방향에 대한 논의가 진행되었으며, 상업화 전환은 실현 가능하고 적절한 정책방향으로 받아들여졌다. 그 이유는 다음과 같다.

첫째, 중국 금융체제는 여전히 간접금융 중심이며 부실자산 규모가 선진국보다 크기 때문에 효율성 높은 부실자산 처리시장의 조성이 필요하다. 그런데 시장의 육성에 있어서 시장참여주체(자산관리공사)에 대한 경영 개선이 매우 중요하다.

둘째, 중국 부실자산 시장화 처리의 모델은 이미 형성되었다고 볼 수 있으며, 현재의 대규모 금융부실자산의 처리는 전문 기술과 시장지향적 처리, 내부통제기제의 개선을 필요로 한다. 과거 10년 동안 각 금융자산관리공사는 부실자산을 비교적 성공적으로 정리하였으며 다원화된 금융서비스 제공, 부실자산 경영과 위탁 구조조정을 통해 증권, 기금, 보험, 신탁, 금융리스 등 다원화된 경영구조를 갖추게 되었다. 이를 통하여 상업화 전환의 기반을 다졌으며, 이에 각 금융자산공사는 부실자산 경영을 중심으로 하는 금융서비스와 자금관리 개선을 통하여 국제화된 현대적 금융그룹으로의 성장을 목표로 한다.

2010년 7월 16일 중국 信達자산관리주식회사가 설립되었는데, 이는 중국 금융자산관리공사의 상업화 전환의 시발점이 되었다. 信達자산관리주식회사는 국무원의 비준과 재정부가 수용한 독자기업 설립방식에 따라 기존 조직의 개혁을 통해 설립되었다. 등록자본금은 251억위안으로 재정부의 100% 출자로 이루어졌으며, 재정부는 관련 법규에 의거하여 출자인의 권리와 의무를 행사할 수 있다.

경영전환과정에서 4대 자산관리공사는 동일한 문제에 직면하는데, 그것은 자산관리공사의 거액 부실채권 손실을 어떻게 보전할 것인가의 문제이다. 이를 해결하기 위해 信達자산관리주식회사는 공상은행, 농업은행의 재무구조조정 방식과 유사하게 재정부와 함께 '공동관리계정'을 만들었으며 그 존속기간은 10년이다. 이 기간에 추가로 생성된 부실채권은 배당금과 자산가격 상승 등을 통해 손실을 벌충한다. 그러나 이러한 조치의 전제조건은 10년 동안 금융자산관리공사와 4대 은행의 영업이윤이 지속적으로 증가하는 것이다. 부실채권계정을 중앙은행의 자금투입 없이 해결해야 하는 어려운 문제로 남아 있다. 따라서 중국의 부실자산 처리는 여전히 어렵고 막중한 책임을 요하는 문제이며, 부실자산 처리의 핵심은 자산관리공사의 상업화 전환 후의 자산처리능력 제고에 달려 있다고 하겠다.

제6절 향후 상업은행의 부실채권 리스크 관리

중국 국유상업은행의 부실채권이 정리됨에 따라 부실자산 규모와 부실비율이 모두 감소하고 은행의 자산부채구조가 현저히 개선되어, 은행체계 내의 리스크가 줄어들어 중국 금융체계의 안정성이 확보되었다. 그러나 배후에는 여전히 중국 상업은행의 경영관리에 내재된 많은 문제들이 있다. 특히 표면에 드러나지 않은 거대 부실자산의 위험성에 대해서는 주의가 필요하다.

첫째, 최근 부실비율의 하락은 금융기관 자신의 경영정상화 노력에 완전히 기인한 것은 아니다. 이보다는 (1) 2004년과 2005년 중국은행, 건설은행, 공상은행의 약 7,347억위안에 달하는 부실채권 정리, 2008년 농업은행이 7,668억위안의 부실채권을 정리함으로써 국유상업은행의 부실채권비율이 3%로 떨어져 국제적으로 양호한 수준인 2~5%대에 진입하였다(그림 4-2 참조). (2) 만약 농업은행의 부실대출 처리를 고려하지 않는다면 2005년 2분기에 중국은행, 건설은행, 공상은행의 부실채권 청산이 완성된 이후에도 은행권의 부실채권은 두 차례나 크게 증가하였는데(그림 4-3 참조), 그중 두 번째 증가는 그 폭이 큼에도 불구하고 농업은행의 부실자산 정리시기와 맞물려 실제 규모보다 적게 나타났다. 따라서 이 같은 모럴해저드의 은폐와 중국 은행업의 리스크 통제능력은 여전히 개선이 필요하다. (3) 은행 부실채권비율의 안정적인 하락은 전체 대출량이 증가함에 일정 정도 기인한다. [그림 4-4]에서 볼 수 있듯이 2008년과 2009년 초, 급격히 증가한 은행의 신용대출은 부실대출비율을 대폭 감소시킨 주요 원인이라고 할 수 있다. 그러나 은행의 신용대출 규모의 증가에 의한 부실채권비율 감소는 지속될 수 없으며, 부실대출 자체가 절대적으로 감소하지 않았다는 사실은 은행의 대출리스크 통제능력에 여전히 한계가 있음을 의미한다.

둘째, 금융위기 이후 경기부양정책과 신용대출 확대정책은 부실비율의 단기적 하락을 가져왔지만 향후 몇 년간 부실대출비율이 다시 높아질 위험성이 있다. 2009년 1사분기, 인민폐의 신규대출 증가는 4조 6천억위안에 달하였는데, 그중 국유상업은행의 신규대출 증가가 전체 금융기관의 신규대출

[그림 4-3] 국유상업은행의 부실대출금액(2008년 농업은행의 정책성 청산이 아직 진행되지 않았다는 가정)



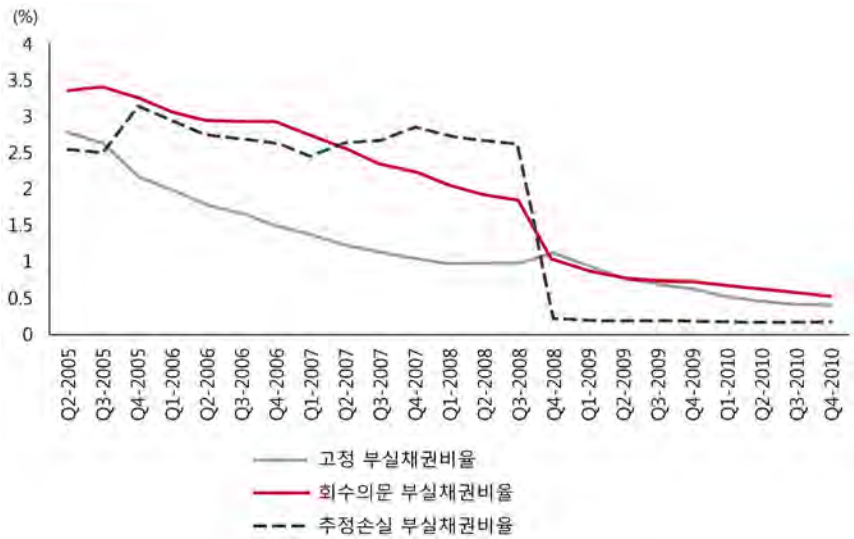
자료: 중국은행감독회 웹사이트(www.cbrc.gov.cn).

[그림 4-4] 금융기관 신규대출 증가율과 국유은행의 부실채권비율



자료: 중국인민은행, 중국은행감독회 웹사이트(www.cbrc.gov.cn).

[그림 4-5] 국유상업은행의 고정, 회수의문, 추정손실 채권의 부실률



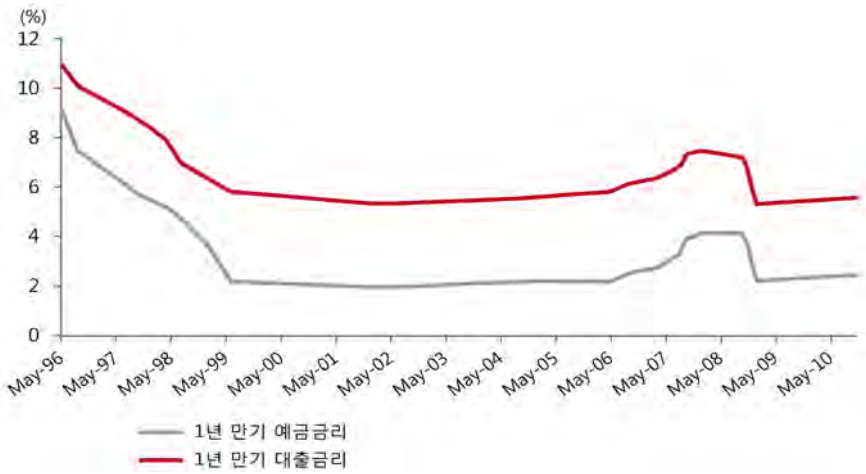
자료: 중국은행감독회 웹사이트(www.cbrc.gov.cn).

증가에 50.5%를 차지하였다. 이 같이 확장적인 신용대출정책의 환경에서는 은행의 방만한 경영과 경쟁 과열을 피할 수 없다. 따라서 이미 방출된 대출 채권들이 정상적으로 관리될 수 있을지 주목할 필요가 있다.

셋째, 고정과 회수의문 채권들이 추정손실 채권으로 전환되고 있다는 점이다. 2005년 2사분기부터 2008년 농업은행의 대규모 추정손실 채권 청산이 이루어진 후 중국 상업은행의 고정과 회수의문 채권의 점유율은 안정적으로 하락하는 추세였다. 그러나 추정손실 채권들은 증가 추세를 나타내고 있다. 농업은행의 거대한 추정손실 채권들이 정리된 후 추정손실 부실채권 비율은 큰 폭으로 하락하였지만, 그 후 대출규모가 증가하는 상황에서 부실비율은 하락하지 않는 상황이 유지된다(그림 4-5 참조). 이는 중국 상업은행의 부실채권 관리의 문제점을 노정하는 것으로서 대출이 부실채권 범주에 일단 포함되면 추정손실 부실채권으로 전환될 확률이 커져 대출자산의 손실이 확대될 수 있다.

이러한 문제들의 주요 원인은 우선 상업은행 경영이 예대금리 차이에

[그림 4-6] 중국의 1년 만기 대출의 예대금리차

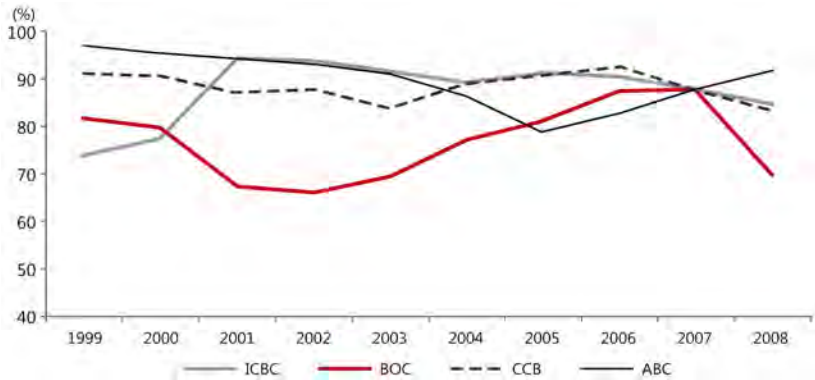


자료: 중국인민은행.

의존하는 방식에서 개선되지 않았기 때문이다. [그림 4-6]에서 볼 수 있듯이 1년 만기 대출의 예대금리차는 10년간 연속으로 4% 수준을 유지하고 있으며, 이는 중국은행, 농업은행, 공상은행, 건설은행의 경영수익에서 차지하는 이자수익 비율의 60%를 초과한 것이다. 2010년 중국 은행의 중개업무 수입비율은 평균 12.8%로 외국 은행의 평균 30% 수준과 비교하면 큰 차이가 있다. 이 같은 경영체제하에서 높은 예대차 수익은 은행으로 하여금 대출규모 확대에 편중하게 하는 동시에 대출의 리스크 통제는 중시하지 않게 한다. 그런데 은행대출은 상업은행의 주요 자산으로 거시경제의 영향을 쉽게 받는다. 이에 따라 거시정책의 변화에 따른 대출규모 감소 시에 부실채권의 형성과 누적을 초래한다. 또한 중앙은행이 대형은행의 지급준비금과 금리를 거시경제 조정의 주요 수단으로 삼는 것 역시 은행의 대출과 부실자산 형성이 경제정책의 영향에 취약하게끔 한다.

둘째, 파산시스템의 미흡으로 인한 상업은행의 리스크 의식 결핍이다. 4대 국유은행이 모두 주식제 개혁을 통해 상장되었으며, 경영활동이 주주 및 기타 감독 메커니즘을 통해 관리감독을 받지만 여전히 상업은행 경영자의 의식에는 '국유'의 개념이 뿌리 깊게 박혀 있다. 따라서 파산은 은행과는

[그림 4-7] 중국공상은행, 중국은행, 건설은행, 농업은행의 경영수익 대비 이자수익 비율



주: ICBC(중국공상은행), BOC(중국은행), CCB(건설은행), ABC(농업은행).
자료: 중국『금융연감』, 각년호.

상관없는 것으로 인식되어 은행 리스크에 대한 의식 부족과 도덕적 해이를 조장한다.

셋째, 기업경영체제 개혁이 여전히 부족하여 간접금융 비중이 높고 기업의 자산부채비율도 높다. 또한 중국 국유기업의 경우 생산활동과 더불어 부담해야 하는 의료, 보험, 교육, 복지성 사업 등의 경영부담은 기업의 시장경쟁력을 크게 저해한다. 따라서 과도한 부채경영과 심각한 경영 외 부담은 국유기업의 경영 리스크 관리능력을 약화시킨다. 더욱이 기업의 경영관리 수준이 낮아 발생하는 비합리적인 자금운용은 기업의 경영효율을 저하시킨다. 이러한 문제점들로 인하여 은행의 부실채권은 지속적으로 증가할 가능성이 높다.

따라서 중국경제의 발전과 구조전환을 위하여 은행체제는 여전히 심화된 개혁을 필요로 하는데, 이러한 개혁조치들은 향후 중국 은행업의 중대한 도전요인이기도 하다. 도전요인으로는 다음의 사항이 지적된다.

첫째, 금리 시장화 개혁의 가속화이다. 중국의 비(非)시장화된, 높은 예대금리차의 장기간 유지는 은행이 고수익을 얻는 중요한 요인이다. 이는 상업은행들이 경영방식을 적극적으로 전환하고 싶어하지 않는 주요 원인이다.

그러나 이처럼 예대금리차에 의존하는 경영방식을 장기간 지속하기 어렵다는 점에서 문제가 있다.

높은 예대금리차는 예금자가 저수익 혹은 마이너스 수익을 부담하는 것을 전제로 한다. 중앙은행이 지급준비금에 의존하여 거시경제 조정을 수행하는 것 또한 높은 예대금리차의 배경이 된다. 그런데 예금자가 낮은 저축금리를 통하여 금융체제를 보조하는 현상은 불공정한 사회분배를 의미하며 지속되기 어렵다. 또한 자본시장의 발전과 자금조달방식의 다양화로 인하여 현재와 같이 은행이 예대금리차에만 의존하여 경영하는 것은 이미 적절하지 않으며, 은행의 국제경쟁력 향상에도 도움이 되지 않는다. 따라서 금리 왜곡현상을 개선하고 금리 시장화 개혁을 심화하는 것은 상업은행의 전통적 경영방식을 타파하는 동시에 부실대출의 위험을 초기에 근절한다는 측면에서 반드시 필요한 조치이다.

금리 시장화의 핵심 주체는 은행이다. 최근 몇 년간 중국 상업은행의 신용대출자산의 질이 향상되면서 은행의 이윤 역시 상당히 증가하였으나 이는 주로 저금리에 기인한다. 따라서 금리 시장화의 부담은 은행에 있다. 그러나 은행 간 시장의 성숙에 따른 은행 간 금리가 오히려 대출금리의 시장화를 촉진할 수도 있다.

향후 금리 시장화 추세는 은행에 대한 보조금을 감소시켜 은행에 일정 정도의 리스크를 발생시킬 것이다. 은행 간 시장의 발전과 성숙 역시 중앙정부가 은행의 이자율 규정과 관련 금융상품 관리제도를 승인해야 가능하다. 현재 저축이자율 시장화와 금리의 제약을 받지 않는 상품 개발을 시도하여 이자율 통제의 범위를 축소하고자 한다. 중앙은행이 지급준비율을 점진적으로 낮추는 것을 통해 은행의 대출규모 자율성을 확보하여 주는 조치를 향후 5년 내에 완결할 것으로 전망되며, 이는 은행의 예대금리차 축소와 공조를 맞추며 진행될 것이다. 그러나 이 과정에서 은행 수익에 부담을 주어 경영위험이 증가할 가능성이 있다.

둘째, 은행에 대한 관리감독의 강화이다. 지난 4년간 중국 상업은행의 대출규모는 두 배가 증가하여 80조위안에 달한다. 감독부분 역시 예방적 차원에서 리스크 예방통제에 힘을 쏟고 있다. 2010년 3사분기 말 기준으로 공상,

농업, 중국, 건설, 교통 은행의 자기자본비율은 각각 11.57%, 11.38%, 11.73%, 11.64%, 12.53%에 달한다. 상장된 중소은행의 자기자본비율 역시 모두 10%를 넘는다. 2009년 말과 비교하여 2010년 6월 말 기준 농업은행을 제외한 공상, 건설, 중국 은행의 핵심 자본은 각 7.5%, 8%, 9.8% 증가하였고, 상장된 중소은행의 핵심자본 평균도 증가하여 일부 은행의 경우 23%에 달한다. 이에 따라 중국 은행은 바젤III의 요구수준을 쉽게 충족하는 것으로 나타난다. 그러나 중국 은행산업의 관리감독은 정부로부터 독립적이지 않기 때문에 경제성장의 요구에 따라 은행의 리스크에 대한 관심도 함께 감소될 수 있다. 제12차 5개년규획에서는 중국 경제성장의 목표를 7%로 하향 조정하였으나, 급변하는 국제 경제환경에서 7%의 경제성장률을 유지하는 것은 은행의 지지와 협력 없이는 불가능하다. 따라서 국제적으로 금융규제가 강화되는 추세와 중국의 경제성장 요구를 동시에 만족시키는 은행의 리스크 관리 및 경쟁력 제고는 향후 은행업계가 직면한 중대한 도전이라고 할 수 있다.

셋째, 은행의 경영방식 다원화와 경영관리능력 제고의 문제이다. 부동산과 지방정부융자플랫폼 부분에서의 대출수요의 감소는 향후 은행의 경영부담으로 작용할 가능성이 있다. 금융위기 극복을 이유로 하여 시행된 확장적인 통화 및 재정 정책은 지방정부의 투자를 급속히 증가시켰다. 일부 지방정부의 채무는 연간 재정수입을 초과하는 경우도 있어 잠재적 부실자산의 가능성이 높다. 현재 이 문제에 대하여 이미 국무원이 주의를 기울이고 있으며, 일부 지방정부의 투자 및 대출은 정리 조치되었고 은행의 지방정부에 대한 대출 또한 통제를 받고 있다. 최근 1선 도시들의 부동산시장이 조정을 받음에 따라 부동산 투기 수요는 일정 수준 억제되었다. 또한 향후 제12차 5개년규획의 인플레이션 목표 역시 부동산 등 자산시장의 신용대출 규모를 억제하는 작용을 할 것이다.

그리고 중국 자본시장의 지속적인 발전은 은행대출을 통한 자금조달 추세에 부정적인 영향을 주기 때문에 높은 금리의 대출은 지속되기 어려울 것이다. 또한 중국경제의 구조전환은 경제성장목표와 이에 따른 신용대출의 수요를 감소시킬 것이다. 일부 분석에 따르면, 부패와 같은 정부의 비효율적인 행위가 없다면 중국에 있어 7%의 경제성장률은 충분히 수용 가능한 수치이

다. 효율성 제고와 동시에 경제규모 확대만을 추구하지 않는 것이 향후 중국 경제발전전략의 핵심적 내용이 될 것이다. 따라서 은행이 사업 확장을 통해 자신의 경영능력을 제고하는 조치를 통하여 신용대출 규모 축소에 따른 부정적 충격을 완화하는 데 도움을 줄 것이다.

넷째, 예금보험제도의 도입과 금융기관 파산조례의 제정문제이다. 파산조례의 실시는 금융기관을 압박하여 경영개선에 더욱 매진하도록 하는 동시에 경영 리스크에 대한 인식을 제고한다. 다른 한편으로 파산조례는 수익과 위험의 비대칭성 문제를 해결하여 도덕적 해이를 방지한다. 특히 경영 리스크가 있는 은행의 위기의식 강화는 은행의 생존과 경쟁을 위하여 매우 중요한 점이다. 또한 예금보험제도가 도입되면 예금자의 금융기관에 대한 신뢰가 높아져서 은행의 비용 증가에도 불구하고 생산성을 높일 수 있다. 이처럼 수익과 비용을 통제하는 은행경영은 근본적으로 부실채권의 대규모 확산을 방지할 수 있다.

마지막으로 법규의 개선이다. 경제 관련법과 금융 관련법의 제정이 증가함에 따라 「민법통칙」, 「계약법」, 「보증법」, 「기업파산법」, 「상업은행법」, 「대출통칙」 등 은행의 채권을 보호하는 법규도 지속적으로 증가하고 있다. 그러나 이들 법규는 단지 일부 신용행위의 채무보호만을 제공해 줄 뿐 전체적인 신용행위를 모두 포함하고 있지 않다. 또한 집행과정에서의 불공정성, 불복종 또는 실행의 불성실성 등의 현상은 은행의 채권 회수를 어렵게 하며 기업의 채무회피 경향을 부추긴다. 이는 은행의 고정 및 회수의문 채권이 쉽게 추정손실 채권으로 전환되는 주요 원인이다. 따라서 금융 및 경제 관련 법규가 개선되면 상업은행의 손실을 줄이고 부실채권의 위험을 감소시킬 수 있을 것이다.

제7절 결 론

은행 중심으로 조직된 중국의 금융시스템은 사회주의 시장경제체제의 탄생과 발전에 주요한 역할을 수행하였으나, 경제성장을 견인하는 과정에서

국유은행들에 대규모 부실채권이 누적되었다. 그러나 현재 국가경제에서 금융이 차지하는 중요성과 리스크를 고려할 때, 부실채권은 중국 상업은행의 개혁에 걸림돌로 작용하고 있다. 따라서 부실채권 처리는 은행의 부담을 경감시키는 중요한 조치가 될 것이다. 그러나 은행의 재대출이나 재정출자를 부실채권 처리에 있어서의 주요 자금원천으로 인식한다면 이는 중국 경제성장방식의 전환에 소요되는 비용을 모두 인민에게 부담시키는 결과를 가져올 것이다.

부실채권 처리 및 청산 시 은행의 고정관념까지 청산하지는 못하였다. 장기간에 걸쳐 형성된 부실한 경영관리체제와 미약한 위기의식은 단기간에 개선되기 어려울 것이다. 중국 상업은행 부실자산 리스크 관리의 핵심은 부실자산의 증가를 막는 것이다. 따라서 경영이념의 개혁과 위기의식의 수립, 파산과 예금보험공사의 설립, 기업 M&A와 관련된 법규 개혁의 진행은 중국 상업은행이 부실자산의 곤경에서 벗어나는 데 도움을 줄 것이고, 이는 또한 중국 상업은행의 국제경쟁력 제고의 관건이 될 것이다.

참고문헌

樊綱, 「金融發展与企業改革」, 北京: 經濟科學出版社, 2000.

左鳳高, 「中國國有商業銀行不良資産的形成与處置」, 北京: 中國物价出版社, 2001.

宋光茂・曲和磊, 「中國的國有企業改革与銀行改革」, 1997, www.heri.org.cn/workpaper/12sgm.pdf.

張曉晶, 「宏觀經濟政策与經濟穩定增長」, 1999, www.neri.org.cn/workpaper/48zxj.pdf.

中國工商銀行江蘇省分行課題組, 「通過資本市場處置不良資産的途徑選擇」, 『金融論壇』, 2003. 8.

中國信達資産管理公司, 「中國銀行業不良資産成因及對策研究」, 2005.

施華强・彭興韻, 「商業銀行軟預算約束和國有商業銀行改革」, 『金融研究』, 2003. 10.

林毅夫・李志贇, 「政策性負担, 道德風險与預算軟約束」, 『經濟研究』, 2004. 2.

俞喬・趙昌文, 「政治控制, 財政補貼与道德風險: 國有銀行不良資産的理論模型」, 『經濟研究』, 2009. 6.

王燕・高俊勇, 「中國不良資産管理市場的發展及中韓合作前景展望」, 「東北亞論壇」, 2006. 7.

「2010~2015年中國銀行業投資分析及前景預測報告」, 中投顧問出版, 2010. 6.

「中國農業銀行年報(2008年)」.

「中國銀行年報(2005年)」.

「中國建設銀行年報(2005年)」.

「中國工商銀行年報(2005年)」.

제5장

금융규제 완화에 따른 중국 자산운용시장의 기회와 리스크

서 봉 교 (동덕여자대학교)

제1절 서 론

경제성장으로 금융자산이 증가하고 이는 결국 자산운용시장의 성장으로 이어진다. 금융산업의 발전 초기단계에는 은행 중심으로 금융시스템이 구성되지만, 금융산업이 점차 발전함에 따라 자산운용시장이 중요해지기 때문이다.

자본시장이 개방되지 않은 중국에서 자산운용시장의 성장은 크게 세 가지 측면에서 나타나고 있다. 첫째, 금융규제가 완화되면서 은행예금으로 제한되어 있던 개인 금융자산이 수익성 높은 자산운용시장의 투자상품으로 옮겨가고 이 과정에서 자산운용시장이 성장한다. 둘째, 금융산업이 성장하면서 금융회사 간의 경쟁이 격화되고 금융회사들이 보다 높은 수익성을 추구하는 과정에서 자산운용시장이 성장한다. 즉, 비(非)은행 금융회사들이 고객의 자산을 수익성이 높은 자산운용시장에 투자하면서 자산운용시장이 성장한다. 마지막으로 은행도 높은 이익을 창출하기 위해 금리가 낮은 기업대출의 비중을 줄이는 대신 수익성이 높은 소매대출의 비중을 확대하는데, 개인이 은행에서 대출받은 자금으로 부동산이나 주식시장에 투자하는 방식으로 자산운용시장이 성장하는 것이다.

금융규제의 완화와 자산운용시장의 성장은 미국 등 선진국에서뿐만 아니라 한국 등 신흥시장에서도 흔히 관찰된다. 중국 역시 지난 십여 년간 경제성장 속도만큼 금융부문도 급격히 성장하였고, 최근에는 금융개혁의 속도도 더욱 빨라지고 있다. 특히 2001년 11월 중국이 WTO에 가입한 이후에는 금융시장 개방과 금융개혁이 더 이상 미룰 수 없는 과제가 되었기 때문에 금융규제 완화도 꾸준히 진행되고 있다. 이 과정에서 중국의 금융자산 포트폴리오가 재편되고 자산운용시장도 크게 성장하고 있다.

하지만 이러한 금융산업의 발전과 자산운용시장의 성장에는 긍정적인 측면만 존재하는 것은 아니다. 역사적 경험에 비추어 볼 때 금융규제 완화 속도가 너무 빠르게 진행되거나, 금융시스템의 변화가 빠르게 진행되는 과정에서 금융시스템의 불안정성이 높아지고 금융시스템의 위기로 연결되기도 하기 때문이다.

중국과 인접해 있고, 중국경제에 대한 의존도가 더욱 커지고 있는 한국으로서는 중국의 리스크에 대한 대비와 함께 기회 활용도 더욱 중요해지고 있다. 특히 중국 금융시장에 직접 진출하는 것이 외국계 금융회사에는 제한적으로 허용되고 있는 현재의 상황에서, 상대적으로 쉽게 중국 시장에 진입할 수 있는 자산운용시장의 기회를 활용할 필요성이 커지고 있다고 하겠다. 실제로 지난 수년간 한국에서 중국펀드에 대한 투자는 큰 폭으로 증가하였고, 이 과정에서 차이나인사이트펀드나 중국 본토펀드 등 여러 성공과 실패의 경험을 겪었다. 뿐만 아니라 최근 한국 금융사들의 중국 자산운용시장 진출도 시작되고 있다. 이에 따라 향후 한국의 중국 금융시장, 특히 자산운용시장에 대한 관심은 더욱 확대될 것으로 기대된다. 이에 따라 중국 자산운용시장의 기회요인뿐만 아니라 중국 금융시스템의 변화, 특히 자산운용시장의 성장이 중국 금융시스템의 안정성에 미치는 영향은 무엇이며, 잠재적인 리스크는 무엇인지 살펴볼 필요가 있다.

본 장에서는 이러한 중국 금융산업의 발전과 금융자산 포트폴리오의 변화 과정에서 나타나는 자산운용시장의 성장과 기회요인, 그리고 이러한 변화에 따른 금융산업 전반의 잠재적 리스크 요인을 분석하고자 한다. 이를 위해 다음의 몇 가지 질문에 답하는 형태로 논의를 전개하고자 한다.

첫째, 중국 내 자산운용시장의 변화와 이 과정에서의 기회요인을 살펴보고자 한다. 이를 위해 중국 내 자산운용과 관련된 최근의 제도 변화와 그 영향 및 특징을 살펴보고자 한다.

둘째, 중국 내 금융자산의 포트폴리오 변화 속도가 얼마나 빠르게 진행되고 있는지, 중국 자산운용시장에 대한 영향은 무엇인지 분석하고자 한다. 특히 이 과정에서 금리규제 완화 등 관련 금융규제 환경의 완화와 그 특징을 살펴보고자 한다.

셋째, 이러한 금융자산의 포트폴리오 변화, 특히 은행예금의 자산운용시장으로의 이탈이 은행시스템 전반에 어떠한 리스크가 되는지, 그리고 향후 얼마나 큰 리스크가 될 수 있는지 분석하고자 한다.

넷째, 은행의 대출이나 비(非)은행 금융사의 자산운용 형태의 변화가 어떻게 진행되고 있는지, 중국 자산운용시장에 대한 영향은 무엇인지 분석하고자 한다. 특히 이 과정에서 보험사의 주식시장에 대한 투자 확대 등 관련 금융규제 환경의 변화 및 그 특징을 살펴보고자 한다.

제2절 금융자산 포트폴리오의 변화 추이

1. 기존 연구 검토

금융규제의 완화와 금융자산 포트폴리오의 변화는 금융경제학계의 흥미로운 연구주제이다. 이러한 연구는 주로 개인의 금융자산 포트폴리오의 변화에 특히 주목하고 있다.

경제학에서는 금융규제 완화와 금융자산 포트폴리오의 변화를 다음과 같이 해석하고 있다. 금융거래가 엄격히 규제되는 상황에서 개인의 저축과 소비는 현재의 소득수준에 의존할 수밖에 없다. 즉, 금융산업의 발전과 금융규제 완화 이전에 개인은 금융기관에 대한 접근이 엄격하게 차단된다. 금융산업 발전의 초기단계에서는 개인이 금융기관에서 대출을 받는 것도 제한되고, 자신의 금융자산을 은행예금 이외의 자산에 투자하는 것도 엄격하게 제

한받게 되는 것이다.

Samuelson(1958)에서 시작된 overlapping generation 모델을 이용한 금융규제 완화효과를 설명하는 이론 모델에서는 이러한 초기단계에서 경제성장과 금융산업이 발전하면서 어떠한 효과가 발생하는지 설명하고 있다. 금융산업의 발전과 금융자유화가 진전되면서 개인이 자본시장의 대출과 예금으로 생애소비를 최적화함으로써 효용을 극대화하는 효과가 있다. 즉, 젊은 세대는 금융시스템을 통해 자신의 중년 혹은 노년의 높은 기대소득을 담보로 대출받을 수 있게 되는 것이다. 금융규제의 완화는 청년층이 대출을 손쉽게 받는 과정에서 소비제약이 완화되고 일정 기간 동안 전반적으로 사회 전체의 소비가 증가하며 저축이 감소하는 현상이 나타나도록 한다(Bayoumi[1993]).

물론 금융규제의 완화와 개인의 소비와의 관계에 대해서는 전혀 다른 시각에서의 접근법도 존재하고 있다. 젊은 세대가 금융자유화를 통해 금융기관에서 대출을 쉽게 받게 될 경우 수익성이 높은 투자를 하게 되고, 이에 따라 경제성장이 촉진되고 총저축이 더욱 늘어난다는 논리이다(Deaton and Paxson[2000]). 하지만 이러한 경우에도 대부분의 경우 금융규제의 완화 또는 금융자유화 과정에서 개인이 소매금융을 많이 이용하게 되고, 이에 따라 개인의 저축이 줄어든다는 것에는 의견이 일치하고 있다(Jappelli and Pagano[1989]).

여러 나라의 경험에 비추어 볼 때, 개인 금융자산 포트폴리오의 변화는 금융규제가 급격히 완화되는 과정에서 특징적으로 나타났던 현상이다. 금리자유화 등의 금융규제 완화가 총저축에 미치는 영향은 다소 모호하지만, 개인의 금융자산 포트폴리오에 미치는 영향은 일반적으로 저축의 축소와 소비의 확대로 이어진다고 보고된다(Bandiera *et al.*[2000]). 즉, 은행과 비(非)은행 금융기관의 경계가 완화되면서 은행이 독점적으로 유치하였던 개인의 금융자산을 은행과 비(非)은행 금융기관이 경쟁적으로 유치하는 과정에서 은행예금이 대량으로 비(非)은행 금융기관으로 이동하는 현상이 나타나는 것이다.

미국 등 서구 선진국의 금융산업 발전과 금융규제의 완화 과정에서도 이러한 개인 금융자산 포트폴리오의 변화는 매우 뚜렷하게 나타났었다. 예를

들면 미국과 영국은 1980년대 금융규제의 완화로 인해 개인 금융자산의 구성이 빠르게 변화됨과 동시에 개인의 소비행태에도 커다란 변화가 나타났다. 금융규제가 완화되면서 개인예금이 대량으로 주식시장으로 이동하고 개인에 대한 소매금융, 즉 소매대출이 빠르게 증가하였고, 개인의 저축률이 큰 폭으로 떨어진 것이다(Bayoumi[1993]).

한편, 이러한 금융규제의 완화로 인한 금융자산 포트폴리오의 변화는 금융시스템의 리스크를 확대하기도 한다. 예를 들면 2008년 한국의 경우와 같이 단기간에 은행예금이 비(非)은행 금융기관으로 급격하게 이동하는 과정에서 은행의 단기유동성 부족 등 시스템의 안정성에 문제가 발생하기도 한다는 것이다. 금융자유화로 금융사 간의 경쟁이 격화되면서 텍사스 은행 시스템의 리스크가 확대되었다는 연구 결과도 나타났다(Gan[2004]).

특히 이러한 금융자산 포트폴리오의 변화는 금융산업 전반, 특히 자산운용시장에 커다란 변화를 초래한다. 금융산업 전반에 대한 금융규제, 특히 투자규제의 완화는 자산운용시장의 급성장으로 이어지기도 하지만 이러한 자산운용시장의 변동성 확대에 따른 리스크가 증가할 수 있다. 금융규제의 완화와 금융산업의 발전은 예금 이외의 금융자산 투자 기회도 증가시킨다. 이에 따라 은행예금보다 리스크와 수익성이 모두 높은 비(非)은행 금융자산 또는 비금융분야의 자산(예를 들면 부동산 등)에 대한 접근성이 높아진다(Bandiera *et al.*[2000]). 이로 인해 개도국에서 금융자유화 과정에서 부동산 붐이 발생한 경우를 흔히 목격할 수 있다. 금융산업 전반의 금융규제, 특히 투자규제 완화는 자산운용시장의 급성장으로 이어지고 은행과 비(非)은행 금융기관의 경쟁은 새로운 형태의 금융시스템의 리스크 증가로 나타나기도 한다. 예를 들면 자산운용시장의 급성장은 주식이나 부동산가격의 급변동에 따른 금융산업 전반의 리스크를 확대한다.

2. 금융자산 포트폴리오 변화의 특징

가. 금융산업 포트폴리오의 변화 추이

서론에서 언급하였듯이 일반적으로 자산운용시장 성장의 첫 번째 원동력은 금융자산 증가에 따른 금융자산의 포트폴리오 변화이다. 그렇다면 다른 나라에서와 마찬가지로 중국에서도 금융자산 포트폴리오의 변화가 분명하게 나타나고 있는가? 다음에는 금융자산 포트폴리오의 변화를 살펴보기 위해 은행과 비은행 금융부문의 자산을 시계열적으로 살펴보고자 한다.

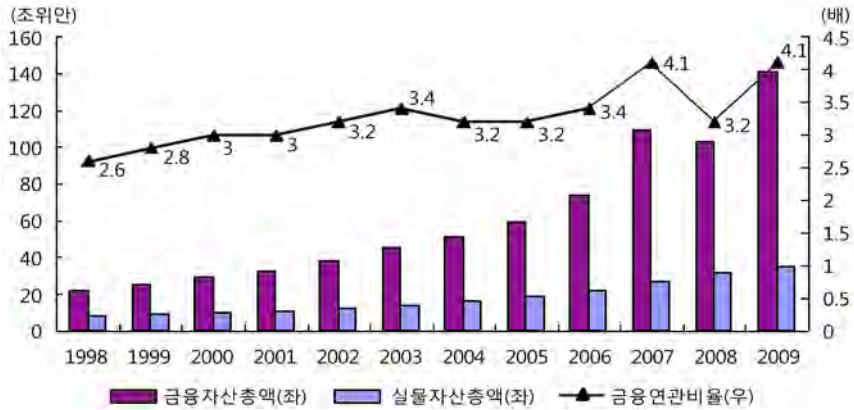
중국은 지난 30년간 연평균 10% 이상의 경제성장을 지속해 왔고, 이 과정에서 금융자산도 빠르게 증가하였다. 은행과 비은행 금융부문의 자산을 나타내는 방법은 여러 가지가 있지만 금융 데이터가 충분하지 않은 중국의 경우 금융자산총액은 예금과 대출 및 유동성 현금을 은행부문의 자산으로 분류하고, 채권시장 규모, 보험시장의 보험료 수입(이하 보험수보), 주식시장 시가총액, 증권펀드 순자산을 비은행 금융부문의 자산으로 분류한다(남수중 외[2006]). 중국의 금융자산총액(예금총액+대출총액+채권시장 규모+보험수보(보험료 수입)+주식시장 시가총액+증권펀드 순자산+유동현금(M0))은 지난 10년 사이에 22조위안(1998년)에서 141조위안(2009년)으로 7배가 증가하였다. 이 기간 중 금융자산의 연평균 증가율은 18.5%로 같은 기간 실물자산 증가율을 크게 상회하고 있다. 이에 따라 중국의 금융연관비율[1]은 1998년 2.6배에서 2009년 4.1배로 상승하였다.

이러한 분석에 따르면, 중국 금융자산 구성상의 특징은 중국의 금융에서 은행부문의 비중은 절대적이었으나, 점차 그 비중이 감소하고 있다는 것을 지적할 수 있다. 금융자산총액에서 은행부문의 비중((예금총액+대출총액)/금융자산총액)은 1998년에 84%로 높았다. 그러나 은행부문의 비중은 비은행

---

1 '금융연관비율(financial interrelations ratio)'은 금융자산과 실물자산의 비율로 금융산업의 발전 정도를 나타내는 지표이다. 그러나 한 나라의 유형자산 규모를 파악하는 것은 쉽지 않기 때문에 유형자산 대신 GDP나 GNI를 사용하기도 한다. 금융연관비율은 장기적으로 상승 추세를 보이며, 일반적으로 선진국이 후진국에 비해 높다(매경닷컴).

[그림 5-1] 중국의 금융연관비율 추이



주: 금융자산총액 = 예금총액 + 대출총액 + 채권시장 규모 + 주식시장 시가총액 + 보험수보 + 증권펀드 순자산 + 유동현금(M0).
실물자산총액 = GNI(국민총소득).

〈표 5-1〉 중국 금융자산 부문별 비중의 변화

(단위: %)

	1998	2002	2005	2007	2008	2009
은행부문의 비중	83.5	82.6	86.0	62.3	77.7	73.8
주식시장의 비중	8.9	10.0	5.5	30.0	11.8	17.4
보험시장의 비중	0	0.8	0.8	0.6	0.9	0.8
증권펀드의 비중	0	0.3	0.8	2.0	2.5	1.7

주: 은행부문의 비중 = (예금총액 + 대출총액) / 금융자산총액
주식시장의 비중 = 주식시장 시가총액 / 금융자산총액
보험시장의 비중 = (생명보험 수보 + 손해보험 수보) / 금융자산총액
주식펀드의 비중 = 주식펀드 순자산 / 금융자산총액

부문의 빠른 성장에 따라 점차 축소되고 있다. 특히 2007년에는 주식시장이 급성장하면서 은행부문의 비중은 크게 축소되기도 하였다. 최근에는 주식시장의 침체와 글로벌 금융위기 이후의 경기부양을 위해 중국정부가 은행대출을 크게 확대하면서 은행부문의 비중이 다시 증가하였다. 2009년 은행부문의 비중은 74%를 차지하고 있다. 그러나 은행부문의 비중은 비은행부문의 성장에 따라 향후 지속적으로 축소될 것으로 전망된다.

나. 개인 금융자산 포트폴리오의 변화

한편, 이러한 전반적인 은행부문의 비중 축소와 비은행 금융부문의 성장이라는 금융자산 포트폴리오의 변화 속에서 개인의 은행예금 감소현상이 다른 나라에서와 마찬가지로 심각한 정도로 발생하였는가?

중국의 은행예금은 개인예금, 기업예금, 정부예금, 기타 예금 등으로 구성된다. 개인예금이 총예금에서 차지하는 비중은 2010년 말 기준으로 42.6%로, 2006년 50%에서 꾸준히 감소하고 있다. 전체 은행예금에서 개인 은행예금의 비율이 1998년 55.8%였음을 감안할 때 감소 추세는 더욱 뚜렷하다. 또한 전체 금융자산에서의 비율도 같은 기간 24.5%에서 19.1%로 감소하였다.

개인 은행예금이 신규 예금액의 증가 등으로 인해 절대 금액으로는 증가세가 유지되고 있지만, 금융산업 내에서 개인예금의 비중은 지난 십여 년간 하락세를 나타내고 있다. 이는 금융산업의 발전에 따라 은행예금을 대체하는 금융상품이 증가하면서, 은행예금의 비중을 축소하는 대신 은행예금

〈표 5-2〉 중국 금융자산 구성의 변화

(단위: 억위안)

	1998	2002	2005	2007	2008	2009
예금총액	95,698	183,388	300,208	401,051	478,444	612,006
대출총액	86,524	131,294	206,838	277,747	320,049	425,597
주식시장 시가총액	19,506	38,329	32,430	327,141	121,366	243,939
(유통주 시가총액)	5,746	12,485	10,630	93,064	45,214	151,259
채권시장 규모	5,907	9,334	16,205	24,201	37,845	49,994
(국채)	3,809	5,934	7,042	7,637	8,558	17,927
(금융채)	1,950	3,075	7,117	11,505	20,852	16,203
(회사채)	148	325	2,046	5,059	8,435	15,864
보험수보	1,255	3,053	4,932	7,036	9,784	11,137
(생명보험)	n.a	2,275	3,700	5,038	7,447	8,261
(손해보험)	n.a	778	1,230	1,998	2,337	2,876
주식펀드 순자산	n.a	1,319	4,714	22,339	25,741	24,536
M0	11,204	17,278	24,032	30,334	34,219	38,247

자료: 중국통계연감; 중국인민은행; Wind; 보험감독위원회.

〈표 5-3〉 중국 예금의 부문별 구성 변화

(단위: 억위안, %)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
예금총액	300,208	348,015	401,051	478,444	612,006	733,382
개인예금	149,281	169,331	179,526	225,641	268,649	312,302
(개인예금 비중(%))	49.7	48.7	44.8	47.2	43.9	42.6
기업예금	101,751	118,851	195,149	224,489	305,365	380,285
정부예금	n.a	n.a	17,632	18,040	22,411	25,455
기타 예금	n.a	n.a	8,744	10,275	15,580	15,339

주: 2007년 이후부터 예금의 부문별 구분이 적용되었기 때문에, 2005년과 2006년에는 정부예금과 기타 예금 항목이 구분되지 않음.
자료: 중국인민은행.

[그림 5-2] 개인예금 총액과 증가율 추이

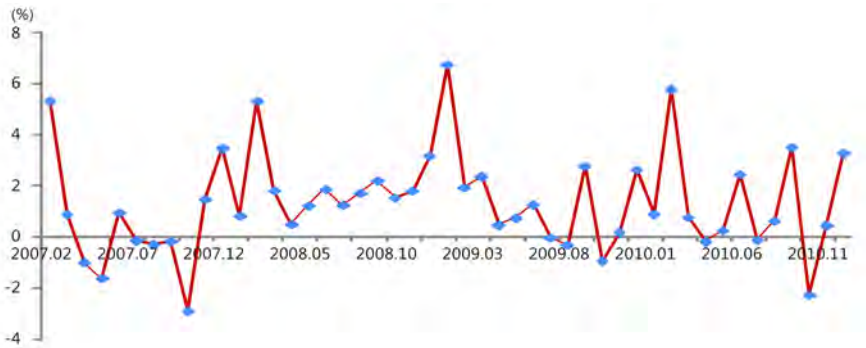


주: 항목별 구분이 시작된 2003년 이전의 개인예금(居民戶存款) 항목은 유사 항목인 저축예금(儲蓄存款) 항목을 이용하여 계산함.
(1) 총저축 = 기업예금 + 저축예금(儲蓄存款) + 신탁예금(Trust Deposits) + 기타 예금(Other Deposits)
(2) 총저축(부문별 구분) = 개인예금(居民戶存款) + 기업저축 + 정부저축 + 기타 예금

이외의 금융자산 포트폴리오가 증가하였다는 것을 의미한다.

이 같은 추세는 개인 은행예금의 증가율을 통해서도 확인할 수 있다. 지난 십여 년간 중국의 개인예금총액은 2000년과 2007년을 제외하고는 두 자릿수의 성장률을 지속해 왔다. 하지만 최근 개인예금총액의 증가율이 점차

[그림 5-3] 개인예금의 월별 증가율(전월대비) 추이



자료: 중국인민은행.

둔화되고 있는 것을 확인할 수 있다.

또한 최근 몇 년 사이에 월별 개인예금의 추이를 살펴보면, 개인 은행예금의 성장률 둔화뿐만 아니라 전월대비 감소현상도 부분적으로 나타나고 있음을 알 수 있다. 2007년 하반기와 2009년 하반기에 전월대비 개인 은행예금이 일시적으로 마이너스(−) 증가율을 기록하여 개인 은행예금의 감소현상이 나타났다. 2010년 하반기에도 전월대비 개인예금의 증가율이 마이너스를 기록하기도 하였다. 이러한 변화는 개인의 금융자산 포트폴리오에서 은행예금의 매력이 감소하면서 은행예금 이외의 금융자산 비중이 증가하고 있기 때문이다.

이렇게 개인예금의 전반적인 감소현상은 개인 금융자산 포트폴리오의 변화를 통해서도 확인할 수 있다. 인민은행의 『금융안정보고』에 따르면, 개인 금융자산 중 예금의 비중은 2004년 71.8%에서 2009년 64.3%로 하락세를 나타내고 있다.

한편, 이러한 중국의 개인 금융자산 구성은 미국 등 선진국이나 한국에 비해서는 예금의 비중이 높은 편이다. 이에 따라 향후 중국의 개인 금융자산 중 예금의 비중은 더욱 낮아질 여지가 있을 것으로 예상된다.

〈표 5-4〉 개인 금융자산 중 예금과 투자의 비중 변화

(단위: %)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
예금비중	71.8	72.0	68.3	54.2	66.6	64.3
채권비중	3.5	3.1	2.8	2.0	1.5	0.7
주식비중	4.9	3.8	6.8	15.4	5.9	9.0
펀드비중	1.1	1.2	2.2	8.9	5.0	5.0
보험비중	7.8	8.8	9.0	8.1	11.0	12.0
기타	10.9	11.1	10.9	11.4	10.0	9.0

자료: 인민은행, 『중국금융안정보고』, 중국금융출판사, 2010.

〈표 5-5〉 미국의 개인 금융자산 중 예금과 투자의 비중 변화

(단위: %)

	미국				한국
	1980	1990	2000	2004	2004
예금비중	49.3	43.8	23.9	29.7	61.3
채권비중	13.8	20.9	12.9	11.8	4.0
주식비중	28.3	23.8	43.1	34.0	5.9
펀드비중	1.5	6.1	15.6	18.6	6.7
보험비중	7.2	5.3	4.5	5.8	22.1

자료: 자산운용협회(2005).

제3절 자산운용업의 성장과 기회 요인

1. 자산운용업제도의 변화[2]와 특징

가. 중국 자산운용업제도 변화

중국에서 자산운용업은 증권투자기금업(證券投資基金業)으로 불린다. 자산운용업은 불특정 다수[3]의 투자자로부터 투자자금을 모집하여 유가증권 등

2 이와 관련된 내용은 서봉교, 「중국 자산운용업의 특징과 성장추세」, 2008을 참고하였다.
3 중국의 사모펀드(Private Equity: PE)는 2009년 중국에 창업판(Growth Enterprise

의 자산에 투자하고, 운용실적에 따라 그 결과물을 투자자에게 지급하는 금융업인 '간접투자' 형태의 '자산운용' 서비스업을 의미한다. 중국에서는 증권투자기금을 펀드관리회사와 투자자가 공동으로 수익을 나누고 리스크를 분담하는 집합적 투자방식으로 정의하고 있다.

자산운용업의 핵심인 자산운용업무는 각 국가의 법·제도적인 차이에 의해서 자산운용사가 전업으로 수행할 수도 있고, 은행이나 증권사, 보험사 등이 겸업으로 수행할 수도 있다. 한국의 경우 자산의 운용을 전업으로 수행하는 자산운용사 이외에도 은행, 증권, 보험사 등도 자산운용을 겸업하고 있다.[4] 반면, 중국의 자산운용업은 기본적으로 자산운용사만이 전업으로 수행하고 있다. 중국의 금융제도가 기본적으로 전업(專業)주의 원칙에 기초하고 있기 때문에 자산운용 역시 원칙적으로 자산운용사에만 허용되고 있는 것이다. 중국의 자산운용사는 일반적으로 '기금사(證券投資基金公司)'라고 지칭되는데, 간접투자상품인 펀드[5]의 운용과 판매를 담당하고 있는 주체이다. 기금사는 펀드의 공개 발행으로 자금을 모집하고 펀드매니저가 자금을 관리·운용하면서 주식이나 채권 등 금융상품에 투자한다.

중국의 자산운용업은 1991년 상하이와 선전의 주식시장 설립과 함께 시작되었다. 간접투자에 대한 명확한 법규가 마련되지 않은 상황에서 투자자들로부터 투자자금을 모집하여 주식시장 등에 투자하는 펀드 형태의 간접투자기구가 우후죽순처럼 설립되었던 것이다. 이러한 펀드는 상당 부분이 신탁회사에 의해서 설립되었는데, 관련 법규정이 정비되지 못한 과정에서 중국인민은행이나 지방정부가 이러한 펀드 설립을 무분별하게 허용하였다. 그러나 이들 펀드는 규모가 영세하고 자산운용에 관한 규제가 미비하여 운용 실패가 빈번하게 발생하는 등 많은 문제를 안고 있었다(China Knowledge

---

Board) 일명 '차스닥' 시장이 개설되기 전까지는 투자회수방식의 제한으로 사실상 역외펀드 형태로만 운영되었다(안유화[2009]).

4 한국은 2004년 「간접투자자산운용업법」(이하 간투법)을 도입하면서 이와 같이 여러 금융기관에서 겸업형태로 행해지던 자산운용업을 통합하여 규정·관리하고 있다(서봉교[2008]).

5 중국의 펀드는 현재 계약형 펀드이고, 회사형 펀드는 발행되지 않고 있다. 2004년부터 시행되고 있는 「중화인민공화국 증권투자펀드법」에서는 계약형 펀드에 대한 내용을 담고 있다. 현재 중국에서는 계약형 펀드 설립의 법적 근거를 「신탁법」에 두고 있다.

Press[2005]).

중국 자산운용업의 본격적인 발전은 1997년 국무원이 「證券投者基金管理暫行辦法」(이하 임시법)을 발표하면서 시작되었다. 「임시법」에서는 자산운용업의 표준기준을 마련하였고, 규제당국으로 증권감독위원회(中國證券監督管理委員會, China Securities Regulatory Commission: CSRC)를 명시화하였고, 산하에 펀드감독부서(基金監督部)를 두었다. 「임시법」에서는 자산운용사 설립에 필요한 자기자본을 1,000만위안 이상으로 설정하는 등 관련 기준을 명확히 하였고, 증권사 및 신탁회사만이 자산운용사 설립이 가능하도록 제한하면서 은행의 자산운용업 참여를 원칙적으로 배제하였다. 또한 펀드의 투자범위에 대해서도 원칙을 제정하였다. 전체 펀드자산의 80%는 반드시 주식의 형태로 투자하고, 20%는 국내 정부채권에 투자할 것을 명시함으로써 그 이전의 펀드처럼 부동산투자나 기업대출 등 편법적으로 자금을 운용하는 것을 금지하였다. 1998년부터 새로운 법률에 근거한 자산운용사 설립 및 펀드(이후 출시된 펀드를 '신기금(新基金)'이라고 하여 이전 기금과 구분) 출시가 본격적으로 시작되었다. 또한 1998년에는 중국공상은행이 최초의 수탁관리(受託)은행으로 선정되었다(China Knowledge Press[2005]).

중국정부는 「임시법」의 규정에 근거하여 1998년부터 설립된 자산운용사로 하여금 기존의 펀드를 통폐합하도록 하였다. 2000년에는 신규 자산운용사 설립을 중단한 채 기존 펀드의 통폐합 작업을 실시하면서 기존 펀드의 문제점을 해결하기 위해 노력하였다. 그러나 자산운용 관련 법·제도가 여전히 미비하고, 특히 증권사와 자산운용사 간의 담합에 의해서 주가조작문제가 발생[6]하는 등 많은 문제점이 노출되었다(China Knowledge Press[2005]).

중국의 자산운용업은 2001년 WTO 가입을 계기로 크게 변화하기 시작하였다. WTO 가입에 따른 금융시장 개방 이행 약속에 따라 시장개방이 불가피한

---

6 2000년 증권감독위원회가 10개 자산운용사를 조사한 결과, 博時基金과 같은 대형 자산운용사를 포함한 8개사에서 주가조작을 발견하였다. 이들에 대해서는 벌금부과 등의 조치가 취해졌고, 투자자들의 자산운용사에 대한 불신이 급격히 확대되면서 자산운용업 발전에 커다란 장애요인이 되었다(China Knowledge Press[2005]).

〈표 5-6〉 각 기관별 QDII 한도취득 및 한도(2010년 말 기준)

	한도취득 기관 수(개)	취득한도(억달러)
은행	25	82.60
증권(자산운용사)	35	406.00
보험사	25	189.01
신탁사	3	6.00
합계	88	683.61

자료: 중국외환관리국.

상황에서 낙후된 중국 자산운용업의 육성 및 자산운용사의 경쟁력 확보가 매우 시급한 과제로 등장하였기 때문이다. 이에 따라 중국정부는 자산운용사 설립주체를 은행 등으로 확대하고, 새로운 유형의 간접투자상품 도입을 확대하면서 자산운용사가 경쟁력을 높일 수 있도록 규제를 완화하였다. 동시에 연기금과 보험자산의 자산운용사를 통한 주식시장 투자를 확대 허용하면서 자산운용업 육성을 위해 노력하였다. 최근에는 자산운용사가 해외자산에 투자할 수 있도록 허용하는 제도(Qualified Domestic Investment Institute: QDII)를 도입하였다.[7] 2010년 현재 QDII 자격을 획득한 중국 금융사 중 일부 증권사를 포함한 자산운용사가 전체 QDII 취득한도의 절반 이상을 차지하고 있다. 이를 통해 자산운용사는 해외투자형 QDII 펀드를 출시하고 있다.

자산운용업과 관련된 중국의 제도 변화에 따라 최근 중국 자산운용업의 성격도 크게 변화하였다.

첫째, 자산운용사 설립주체의 다원화는 경쟁력 있는 자산운용사의 신규 설립 및 기존 자산운용사의 체질 강화로 이어졌다. 중국은 1997년 「임시법」에서 자산운용사 설립주체를 증권사와 신탁회사로 제한하였다. 그러나 증권사의 경우 2000년 이래 장기간의 주식시장 침체 및 부실경영 문제가 매우

7 중국은 2006년 4월 일정한 요건을 갖춘 은행, 증권사, 보험사 및 자산운용사에 해외 주식이나 채권 등 자본시장에 투자할 권리를 부여하는 적격국내기관투자자(Qualified Domestic Institutional Investor: QDII) 제도를 도입하였다. 중국외환관리국의 통계에 따르면 중국은 2010년 말 88개 금융사가 694억달러의 해외투자한도를 취득하였다. 은행은 2010년 말 25개 은행이 QDII 해외투자 자격을 취득하였고, 전체 QDII 한도의 12%인 82억달러를 해외 자본시장에 투자할 수 있도록 허용하였다.

심각하였고, 대부분의 증권사가 중소 규모였다. 따라서 자회사인 자산운용사의 경쟁력을 강화시킬 수 있는 여건이 되지 못하였다. 또 다른 설립주체인 신탁회사 역시 구조조정으로 인해[8] 자회사의 경쟁력 강화를 위한 투자가 쉽지 않았다. 이에 중국정부는 2002년부터 외국 금융사와 합작으로 자산운용사를 설립할 수 있도록 허용하였고, 2003년에는 보험자산만을 전문적으로 운용하는 보험전문자산운용사(保險資産管理公司)를 보험사의 자회사로 설립하는 것을 허용하였다. 또한 2005년에는 은행에 대해서도 자산운용사 설립을 허용하면서 경쟁력 있는 자산운용사의 등장 및 운용사 간 경쟁을 통한 체질 강화를 유도하였다.

둘째, 중국의 간접투자상품은 폐쇄형(closed-ended type) 펀드만 허용되었으나 2001년부터 개방형(open-ended type) 펀드가 허용되었다. 2002년부터는 기존의 주식형 펀드 이외에 채권형 펀드, MMF(Money Market Fund),[9] 원금보장형 펀드, 상장지수펀드(ETF)[10] 등의 새로운 펀드상품 도입이 허용되었다. 2006년부터는 국내 투자자들의 자금을 모아 해외에 투자하는 QDII (Qualified Domestic Investment Institute) 해외투자형 상품도 도입되었다.[11]

셋째, 중국의 연기금 운용은 원래 국채와 은행예금으로 제한되었는데, 2003년부터 자산운용사를 통해 주식시장에 투자하는 것이 허용되었다.

---

8 중국의 신탁회사(信託公司: Trust and Investment Co.)는 1980년대에 1,000여 개가 난립하여 부실문제가 심각해짐에 따라 1990년대 300여 개로 구조조정하였고, 1995년 은행과 신탁사의 분리, 2002년 신탁업법 도입 등의 대대적인 구조조정으로 2008년 54개의 신탁회사로 축소되었다.

9 은행의 예금처럼 수시로 입출금이 가능한 간접투자상품으로 주로 기업어음(CP), 양도성예금증서(CD), 콜 등 단기 상품에 투자한다. 한국의 경우 1996년부터 도입되었고, 중국은 2003년부터 도입되었다.

10 Exchange Traded Fund는 일반적으로 종합주가지수 수익률을 추구하는 Index Fund를 거래소에서 주식처럼 거래하는 금융상품을 지칭하며, 종합주가지수를 추종하지 않는 ETF도 존재한다. 한국의 경우 2002년 이 제도가 도입되었고, 중국은 2004년에 도입되었다. 현재 중국에서는 상하이 지수 180ETF, 상하이 지수 50ETF 등의 상품이 거래된다.

11 2002년 8월 '南方寶元債券基金'이 최초의 채권형 펀드, 2002년 11월 華安上證180指數增强型證券投資基金이 최초의 지수형 펀드, 2003년 12월 華安現金富利投資基金이 최초의 MMF, 2004년 2월 銀華保本增値基金이 최초의 원금보장형 펀드, 2004년 10월 南方積極配置基金이 최초의 LOF, 2004년 12월 上證50ETF基金이 최초의 ETF이다(國研網[2008]).

2006년 말 전체 연기금 총액 2,829억위안 중 37%인 1,047억위안을 招商基金, 國泰基金 등의 자산운용사를 통해서 위탁 운용 중이다. 보험자산 역시 원래 은행예금과 국채 등으로 운용이 제한되었으나 자산운용사를 통한 주식시장 투자가 확대 허용되었다. 1999년 보험자산의 5%에서 자산운용사의 펀드상품 투자가 허용된 이후 2005년에는 펀드 및 주식시장 투자가 보험자산의 15%까지 확대 허용되었다. 2010년 현재 중국 생명보험 자산 중 주식과 펀드에 투자된 보험자산은 15%이다(중국보험감독위원회).

나. 중국 자산운용업의 특징

이러한 관련 제도의 변화과정에서 현재 중국의 자산운용업은 다음과 같은 특징을 나타내게 되었다.

중국 주식시장의 성장은 개인 은행예금을 주식형 펀드 등 간접투자상품으로 몰리게 하는 원동력이다. 자산운용업이 발달한 미국과 비교할 때, 중국의 자산운용업은 성장 원동력 측면에서 기관투자자의 펀드상품에 대한 수요보다는 개인의 펀드상품 수요 증가가 매우 빠르게 성장하는 특징을 보인다. 미국은 1980년대 이래 자산운용업이 빠르게 성장하는 과정에서 연기금 등 기관투자자의 역할이 매우 두드러지게 나타났다. 미국 자산운용업 급성장의 이유로 가장 중요하게 언급되는 점은 기업연금제도의 개혁에 따른 기관투자자의 간접투자 금융상품에 대한 수요 증가이다. 기업연금제도의 개혁에 따라 사적연금이 비약적으로 성장하였고, 이 연금 중 상당 부분이 뮤추얼펀드라는 간접투자 금융상품에 투자되었던 것이다(고광수[2003]).

반면, 중국 자산운용업의 발전과정에서는 개인의 펀드상품 수요 증가가 압도적으로 중요한 역할을 담당하고 있다. 중국 자산운용사의 펀드상품 구매에서 개인투자자들의 비중은 매우 높다. 2007년 8월 말 기준으로 전체 펀드의 90% 이상을 차지하고 있는 주식형 펀드와 혼합형 펀드에서 개인투자자들의 비중이 90% 이상에 달해 개인투자자들의 편중현상이 매우 심각한 상황이었다(中國基金網 데이터). 2010년에도 중국 펀드에서 개인투자자들의 투자비율은 여전히 상당히 높은 상황이다. 전체 펀드의 50% 이상을 차지하여

〈표 5-7〉 중국의 펀드 유형별 개인과 기관의 비율

(단위: %)

	개방식				
	주식형	혼합형(보수)	채권형	원금보장형	MMF
개인비율	77	84	70	93	55
기관비율	23	16	30	7	45

자료: WIND, 2010년 12월 기준.

가장 비중이 높은 주식형 펀드의 경우 개인투자자의 비율은 77%이며, 혼합형 펀드는 84%, 채권형 펀드는 70%를 차지하고 있다(WIND, 2010년 12월 기준). 미국과 달리 중국에서 개인투자자들의 비중이 기관투자자들에 비해 월등히 높은 이유는 중국의 주식시장이 발전 초기단계로 기관투자자들이 충분히 발전되어 있지 못하기 때문이다. 또한 중국에서는 기업연금 등의 사회보장제도가 도입 초기단계이기 때문에 기관투자자들의 역할이 미미하다.

주식펀드의 성장에 따라 주식시장에 대한 영향은 점차 확대되고 있다. 주식시장 시가총액에서 증권펀드 순자산이 차지하는 비중은 2000년대 초 5% 미만에서 최근 10% 이상으로 상승하고 있다.

주식펀드 운영사인 자산운용사는 2010년 현재 60개사에 달하고 있으며, 이 중 100% 순수 중국 자본의 자산운용사는 26개사인 반면 외국인투자 합작 자산운용사는 37개사에 달한다. 중국 자산운용시장에 대한 외국계 금융기관의 진출은 최근 급격히 확대되고 있다. 중국 자산운용시장에 대한 외국계 금융기관의 진출은 2002년부터 허용되었다. 중국이 WTO에 가입(2001년 12월)하면서 약속했던 금융시장 개방 일정에 따라, 처음에는 외국계 금융기관의 지분한도가 33%로 제한된 합작사 설립이 허용되었다. 2005년에는 합작사 설립 시 외국계 금융기관의 지분한도가 49%로 확대되었다. 또한 기존 중국계 자산운용사에 대해서도 외국계 금융기관이 지분한도 49%까지 인수하는 것이 허용되었다. 37개의 외국인 합작 자산운용사의 경우 2000년대 초반에 설립된 합작 자산운용사는 주로 신설 합작사였으나, 2000년대 중반 이후는 기존 중국계 자산운용사의 인수를 통해 합작 자산운용사로 바뀐 경우가 많다. 이는 중국정부가 자산운용사의 난립을 막고 기존 중국계 부실 자산운

용사의 구조조정을 위해 신설보다는 인수를 유도하였기 때문이다.

한편, 중국의 10대 자산운용사는 2009년 3사분기 전체 자산운용액의 47%를 차지하고 있다. 상위 10대 자산운용사의 점유율은 2005년 54%에서 하락하는 추세이다. 이는 외국계 자산운용사의 신규 및 인수 증가 등으로 신규 자산운용사가 증가하고, 기존 중소형 자산운용사도 성장하고 있기 때문이다.

자산운용사의 펀드자금 모집경로는 상업은행을 통한 모집이 77%로 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 반면, 자산운용사의 영업점을 통한 모집은 14%, 증권사는 9%를 차지하고 있다(박석중[2010]). 이는 한국에서 자산운용업 발전의 초창기라고 할 수 있는 2000년대 중반까지 펀드 판매에서 증권사의 비중이 높았던 것과 대조를 이루고 있는데, 이처럼 중국에서 은행을 통한 펀드 판매비중이 높은 것은 앞에서 살펴본 바와 같이 중국 금융산업에서 은행의 비중이 매우 높은 상황에서 펀드나 변액보험 등이 주로 은행을 통해서 판매되고 있기 때문이다.

2. 중국 자산운용업의 성장과 기회 요인

경제성장과 금융산업의 발달에 따라 자산운용업이 성장하는 것은 세계적인 추세이지만, 특히 중국의 자산운용업은 전 세계 어느 나라보다도 빠른 속도로 성장하고 있다. 미국 자산운용협회(Investment Company Institute: ICI)의 자료에 따르면 전 세계 펀드[12] 순자산(net asset of mutual funds) 규모는 2009년 말 기준으로 22조 9,643억달러이다. 중국은 2007년부터 ICI에 자료가 포함되어 있으며, 2009년 말 ICI의 기준으로 중국의 펀드 순자산 규모는 3,812억달러(2조 6,000억위안)로 『중국통계연감』의 주식펀드 순자산 규모인 2조 4,536억위안과 거의 일치한다.

지난 10년간 중국 자산운용업의 성장은 놀라울 정도이다. 2000년부터 2009년 사이에 전 세계 펀드 순자산의 연평균 증가율은 7.6%에 불과하였지만, 중국은

12 ICI는 전 세계 42개국 자산운용협회로부터 통계자료를 받아 통계를 작성하고 있다. 이 데이터에서 언급하는 Mutual Fund는 미국에서 사용되는 회사형의 개방식 펀드에 국한된 펀드의 개념이 아니라 다른 형태의 펀드까지를 통칭하는 용어로 사용된다.

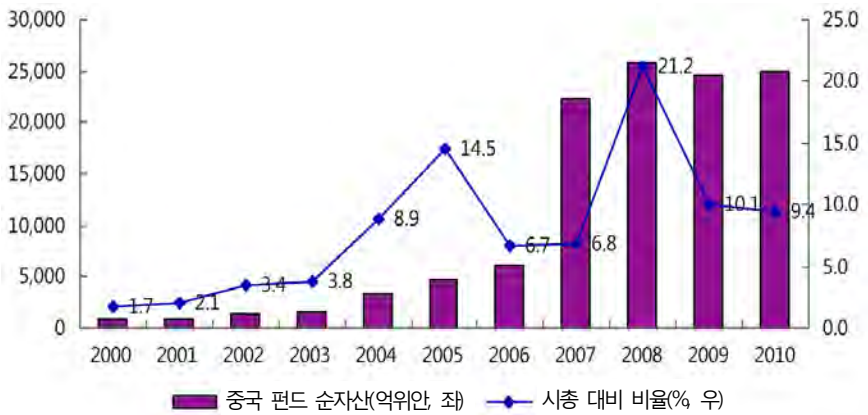
〈표 5-8〉 전 세계 펀드 순자산 규모와 증가율

(단위: 10억달러, %)

	2000	2009	연평균 증가율(%)
전 세계	11,871	22,964	7.6
미국	6,965	12,597	6.8
유럽	3,296	7,545	9.6
일본	432	660	4.8
한국	110	264	10.2
중국	10	381	49.9

자료: ICI Fact Book, 중국의 2000년은 『중국통계연감』 자료를 달러로 환산함.

[그림 5-4] 펀드 순자산과 시가총액 대비 비율 추이



자료: 중국 국가통계국, 『중국통계연감』.

같은 기간에 펀드 순자산 연평균 증가율이 50%에 달하여 전 세계 어느 나라보다 펀드 순자산 증가율이 빨랐다.

이러한 중국 펀드 순자산의 증가로 중국 주식시장 시가총액 대비 펀드 순자산의 비중도 빠르게 상승하였다. 2000년 중국의 펀드 순자산은 806억위안으로 시가총액 대비 비율은 1.7%였다. 그러나 지난 수년간의 중국 자산운용업의 급성장에 힘입어 2010년 중국 펀드 순자산은 2조 5,007억위안으로 증가하였고, 시가총액 대비 비율도 9.4%로 상승하였다. 시가총액 대비 펀드 순자산은 글로벌 금융위기 직전, 중국에서 주식열풍이 한창이었던 2008년에

〈표 5-9〉 1980년대 이후 미국 뮤추얼펀드 산업의 성장 추이

	1980	1985	1990	1995	2000
펀드 순자산(조달러)	0.1	0.5	1.1	2.8	7.0
펀드 순자산/GDP(%)	4.8	11.7	18.4	38.0	71.0

자료: ICI.

21.2%까지도 상승하였다.

자산운용업의 빠른 성장 추세에도 불구하고 중국의 자산운용업은 다른 나라에 비해 여전히 발전의 초기단계이기 때문에 향후 성장 잠재력이 매우 크다. 중국의 펀드 순자산의 GDP 대비 비중은 2010년 6.3%로 미국 등 선진국과 비교해서 성장 여력이 아직도 충분한 편이다. 미국의 경우 펀드 순자산의 GDP 대비 비율이 1980년대 10%를 넘었고, 2000년에는 70%까지 급격히 상승하였다.

한국의 경험에 비추어 볼 때에도 중국 자산운용업의 성장전망은 매우 밝다. 한국은 금융제도 환경의 변화, 투자수요의 변화, 상품 공급의 확대, 제도적인 변화 등이 펀드를 비롯한 자산운용업 성장의 원동력이 되었다. 한국의 펀드 자산운용업의 성장 동인을 살펴보면 〈표 5-10〉과 같이 금융산업의 발전이나 저금리환경과 같은 금융환경의 변화와 노령화사회의 도래, 그리고 이에 따른 투자형 금융상품 수요의 증가, 펀드상품 공급의 확대, 기업연금제도 도입, 펀드 관련 제도적 투명성 제고 등이 큰 역할을 하였다.

중국 역시 국민소득 증가에 따른 금융산업 및 금융자산의 증가, 연금제도 개혁, 인구구조의 변화 등 자산운용과 재테크에 대한 수요 증가로 향후 자산운용업은 매우 빠르게 성장할 것으로 전망된다.

예를 들면, 중국은 1자녀 정책 등의 영향으로 고령화 진행 속도가 선진국에 비해 매우 빠르게 진행되고 있기 때문에 고령화 진전에 따른 자산운용 투자상품의 수요는 급속히 증가할 것으로 전망된다. 선진국의 경우 고령사회에의 진입이 일반적으로 50년에서 100년, 초고령사회로의 진입이 수십년 정도 소요되었던 반면, 중국의 경우 고령사회로의 진입이 25년, 초고령사회로의 진입이 10년 정도에 불과할 전망이다(김정근[2011]). 이러한 중국의

〈표 5-10〉 한국 펀드 자산운용업의 성장 동인

	주요 내용
금융환경의 변화	금융자산의 다양화 및 금융심화의 진전 저상장·저금리 체제의 정착 노령화사회의 도래
투자수요의 변화	효율적인 자산관리 수요의 증가 수익 추구 성향의 확대 노후 대비 투자수요의 증가
상품 공급의 확대	복합금융상품 등 신상품 개발의 확대 금융권의 판매채널 다양화
제도기반의 확충	간접투자운용업의 도입 기업연금제도 도입 펀드 관련 투명성 강화제도 도입 등

급격한 고령화사회로의 진입은 향후 자산운용업 성장의 중요한 원동력이 될 전망이다.

또한 자산운용업을 둘러싼 현재까지의 금융규제환경 변화 등의 정책적 요소는 지금까지 자산운용업의 빠른 성장을 이끌어 온 성장 원동력인 동시에 향후에도 중국 자산운용업의 성장을 견인할 원동력이 될 것으로 보인다.

3. 성장 원동력인 금융규제 변화

중국이 WTO에 가입하면서 금융시스템 개혁을 본격적으로 시작한 2001년 이후 금융규제 완화의 주요 특징은 다음과 같이 정리될 수 있다. 첫째, 분업(分業)감독 시스템의 확립으로 은행과 비은행 금융권의 차별이 완화되고 동등한 경쟁의 토대가 마련되었다. 2000년대 이전까지만 해도 중국의 은행은 단순히 은행 개개의 수익성을 추구하는 금융회사라기보다는 국가 경제성장 정책의 실행자 역할을 담당하는 금융기관의 성격을 가지고 있었기 때문에 중앙은행(중국인민은행)이 은행권을 중심으로 우월적인 통합·조정의 역할을 수행하였다. 그러나 1997년 글로벌 금융위기와 WTO 가입 이후, 중국 금융산업의 부실문제 해결 및 방지, 금융산업의 균형 있는 발전을 추진하기

위해 보험감독관리위원회의 독립(1998년), 은행감독관리위원회의 독립(2003년)이 이루어졌다. 이로써 앞서 독립된 증권감독관리위원회(1992년)와 함께 분업경영, 분업감독 제도가 확립되었고, 비로소 은행과 비은행 분야(보험과 증권)가 동등한 경쟁을 할 수 있는 토대가 확립된 것이다.

은행 및 비은행 금융사의 소유권 규제완화도 금융사 간의 동등한 경쟁체제 확립에 기여하였다. 중국의 금융회사는 대부분 중국정부가 소유권을 가지고 있고, 개인이나 외국인의 소유권 취득이 엄격히 제한되어 있었다. 특히 은행산업의 70% 이상을 차지하고 있는 국유상업은행(中國銀行, 工商銀行, 建設銀行, 農業銀行), 보험산업의 70% 이상을 차지하고 있는 3대 국유보험사(中國人民保險, 平安保險, 太平洋保險) 등은 정부가 사실상 지분을 독점하고 있었다. 하지만 WTO 가입 이후 금융시장 개방이 불가피한 상황에서 단기간 내에 금융사의 부실문제를 해결하고, 동시에 금융사의 경쟁력을 높이기 위해 지분의 일부를 민영기업이나 외국투자자에게 매각하는 정책을 실시하였다. 이 과정에서 가장 일반적으로 사용된 방식은 주식시장 상장(上市)을 통한 일부 지분의 매각이다. 2005년 중국건설은행이 처음으로 홍콩 주식시장에 상장되었고, 2006년 중국은행이 홍콩과 상해 주식시장에 상장되었다. 또 2006년 10월에는 중국공상은행이 홍콩과 상해에 상장되었다. 이러한 상장 결과, 중국건설은행은 Bank of America와 Temasek, 중국은행은 Royal bank of Scotland, Merill Lynch, UBS 등, 중국공상은행은 Goldman Sachs, Allianz 등의 외국 금융사가 지분을 투자하였다. 보험회사의 경우에도 중국인수보험은 HKSCC, 평안보험은 HSBC, Goldman Sachs 등이 지분을 투자하였고, 평안보험도 해외 상장을 통해 HSBC 등이 지분을 투자하였다.

이처럼 중국 금융사에 지분을 투자한 외국계 투자자들은 중국 금융회사들이 과거처럼 공익적 역할을 수행하기보다는 수익성 확대를 더욱 중요시하도록 하고 있으며, 이는 중국 은행 및 비은행 금융사의 영업방식이 과거에 비해 달라진 중요한 원인이 되고 있다.

둘째, 주식시장의 비유통주 개혁이 시작되었다. 중국의 주식시장에 상장된 기업은 대부분 국유기업으로 전체 주식의 절반 이상이 주식시장에 유통되지 못했던 비유통주(국유주나 법인주: 중국에서는 'negotiable shares'라고

〈표 5-11〉 중국 상장 보험사의 외국인 지분 현황(2009년 말 기준)

	외국인 지분	조건부 외국인 주주	무조건부 외국인 주주
중국인수보험	26.33%(H주)	HKSCC(Hong Kong Securities Clearing Company) 24.35%	Richbo Investment 등
평안보험	34.83%(H주)	HSBC 보험지주 8.43% HSBC 은행 8.36%	골드만삭스 등

주: 조건부 외국인 주주는 국유주 유통화 개혁과정에서 지분을 양도받은 투자자들에게 일정 기간 매각을 통한 지분유통이 제한되는 조건이 적용되는 외국인 주주임.
자료: 각 사의 연도 보고.

번역)인 기형적인 구조였고, 이로 인해 중국 주식시장은 성장에 제약이 많았다.[13] 이러한 중국 주식시장의 구조적인 문제점으로 인해 주식시장의 발전은 상당한 제약을 받았다. 2001년부터 2005년까지 중국은 경제성장률이 두 자릿수를 지속하고 있었음에도 불구하고 주가의 60% 이상이 폭락하는 비정상적인 모습을 보였다. 이러한 상황에서 2005년 4월부터 시작된 비유통주 개혁(股權分置)은 주식시장 발전의 장애요인을 제거하는 역할을 하였다.

중국정부는 주식시장 성장의 가장 큰 장애물인 비유통주 문제의 개혁을 수차례 추진하였다. 하지만 1999년 10월과 2001년 6월 두 차례 시도된 비유통주 개혁은 실패로 끝나고 주가 폭락으로 이어졌던 경험이 있었다. 당시 주식시장의 공급물량 확대부담에 대한 우려로 주가가 폭락하자 비유통주 개혁 추진을 철회하였다. 하지만 장기적인 관점에서 주식시장의 개혁은 불가피한 것이었고, 중국정부는 2005년 비유통주 개혁을 재차 추진하였다. 2005

13 유통주는 증권거래소를 통해 거래가 가능한 주식으로 개인이 보유하고 거래하는 주식이 이에 해당한다. 반면, 비유통주는 거래소를 통해 거래가 불가능한 주식으로 발기인주(국가주, 법인주), 모집법인주, 종업원주 등이 포함된다. 비유통주의 80% 정도는 국유주로 이루어져 있는데, 이는 1990년대 중국의 주식시장 설립 초기에 기존 국유기업의 상장과정에서 일부 주식만을 유통시키면서 형성되었다. 또한 사회법인주는 자금여력이 없는 국유기업을 구제하기 위해 민간기업의 출자를 유통하는 과정에서 형성된 주식이다. 이와 같이 높은 비중의 비유통주는 주식시장에서 여러 가지 문제를 야기하였다. 첫째는 유통물량이 적기 때문에 주가 변동성이 크게 나타나 주식시장의 불안정성을 증대시켰다. 둘째, 경영진이 지배주주인 국가의 정책협조를 기업의 이익창출보다 중시하여 기업 부실화의 요인으로 작용하였다. 셋째, 증자나 비유통주의 양도 등에 어려움이 많아 지배구조 개선, 경영자 교체, M&A 등이 자유롭지 못하였다. 이러한 비유통주 문제는 중국 주식시장 성장의 장애요인이었다(하나금융경영연구소[2007]).

년에 시작된 비유통주 개혁은 기존 유통주주의 동의를 얻기 위해서 기존 주주에 대한 권리와 이익을 보호하는 각종 제도를 시행하였다. 즉, 기존 유통주 보유 주주에 대해서 무상증자나 현금으로 보상하는 형태로 유통주 물량 증가에 따른 주식가격 하락으로 인한 손실을 보상하고자 하였다.[14] 동시에 비유통주 보유자들이 주식매각 시 일정 시간의 매각 제한기간을 두고 순차적으로 매각을 허용하는 제도를 도입하였다.[15]

이러한 정부 정책의 결과로 2005년부터 시작된 비유통주 개혁은 순차적인 성공을 거두었고, 2006년 말까지 모든 상장기업의 비유통주 개혁이 완료되었다. 이러한 주식시장의 개혁은 중국 자산운용업, 특히 주식펀드업 성장의 원동력이 되었다.

셋째, 금리규제 완화정책이 점진적으로 추진되었다. 중국의 금리는 정부 감독기관에 의해서 규제되고 있었다. 과거 1990년대 초기부터 금리의 시장화가 부분적으로 시도되기는 하였으나 정부의 기준금리에서 크게 벗어나지는 못하였다. 이러한 금리규제는 금융사의 자율적인 경쟁을 제한하였기 때문에 금융사들의 규제완화 요구가 높았다. 2002년 중국은 시범적으로 8개 농촌신용사(信用社)에 대해서 대출금리 시장화 결정을 시범적으로 실시하여 금리규제 완화는 한층 속도를 빨리하였다. 2004년에는 중앙은행의 법정금리에서 금융사들이 자율적으로 조정할 수 있는 대출금리의 상한과 예금금리의 하한을 기준금리의 2.3배로 확대하는 등 금리규제를 더욱 완화하였다. 이러한 금리규제 완화는 은행 및 비은행 금융사의 금융상품 개발 확대로 이어지고, 금융사들의 수익성 추구행위를 더욱 강화하였다. 이에 따라 금융사들의 자산운용투자가 더욱 확대되고, 이는 자산운용시장 성장의 원동력이 되었다.

다음에는 이상에서 언급한 규제완화의 구체적인 내용에 대해서 보다 자세히 살펴본다.

---

14 기존 비유통주의 주주들에게는 주식 또는 현금보전 등의 방식으로 보상조치를 취한 후 유통권을 획득하였다. 대다수의 회사들은 비유통주의 유통주주에게 평균 10주당 3주에 해당하는 현금 또는 주식을 부여하는 방식으로 공급량 증가에 따른 유통주주의 손실을 보상하였다.

15 비유통주의 유통권을 획득한 기관투자자의 경우 1년 이내에는 거래금지, 2년 이내에는 5%, 3년 이내에는 10% 내에서만 거래를 허용하였다.

가. 은행금리의 변화

앞에서 살펴보았듯이 중국정부의 금융규제 완화의 일환으로 금리에 대한 규제완화가 점진적으로 진행되어 왔다. 일반적으로 금융산업의 발전과정에서 금리 시장화는 금융억압(financial depression)상황에서 저금리의 자금조달이 가능하게 하였던 금융시스템에 변화가 발생하도록 한다. 즉, 저금리가 유지되는 금융억압상황에서 규제완화로 인해 금리 시장화가 진행될 경우 예금금리의 상승으로 이어지는 경향이 있다. 이는 안정적인 은행예금을 확보하기 위한 금융사 간의 경쟁 격화가 금리상승 압력으로 작용하기 때문이다.

하지만 중국의 금리 시장화는 앞에서 언급하였듯이 아직은 부분적으로만 진행되고 있다. 현재 금융회사들은 중앙은행이 고시하는 법정금리에서 크게 벗어나지 못하기 때문에 금융사의 예금금리는 중앙은행의 법정금리의 변동추이에 크게 의존할 수밖에 없다.

중국의 법정금리는 2000년대 초반부터 꾸준히 상승하고 있는 추세이다. 물론 2008년 글로벌 금융위기의 영향으로 국내 경기둔화 추세가 우려되면서 2008년에는 금리를 다섯 차례 낮추기도 하였다. 하지만 2010년 10월 이후에는 다시 경기과열 우려가 제기되면서 금리를 높이고, 법정 지급준비율을 높이는 등 긴축정책을 실시하고 있다.

중국의 법정 명목금리는 최근 이처럼 점진적인 상승세가 이어지고 있지만, 실질금리는 오히려 마이너스(−)를 기록하고 있다. 중국의 1년 만기 예금금리에서 소비자물가상승률(CPI)을 차감한 실질금리는 2007년 이래 마이너스(−)가 지속되다가 2009년 잠시 플러스(+)로 반전된 이후 2010년에도 마이너스를 나타내고 있다. 이는 은행 이자율은 전반적으로 낮은 상황인 데 반해 물가상승률이 높기 때문에 실질 이자율이 마이너스를 기록하고 있는 것이다.

이러한 은행 실질금리의 마이너스 상황은 금융투자자산으로서의 은행예금의 매력을 점차 감소하게 만든다. 이에 따라 은행예금 이외에 자산운용시장 등 수익성 있는 투자처를 모색하는 과정에서 개인의 은행예금 비중은 축소되고, 반면 자산운용시장은 점진적으로 성장하고 있다.

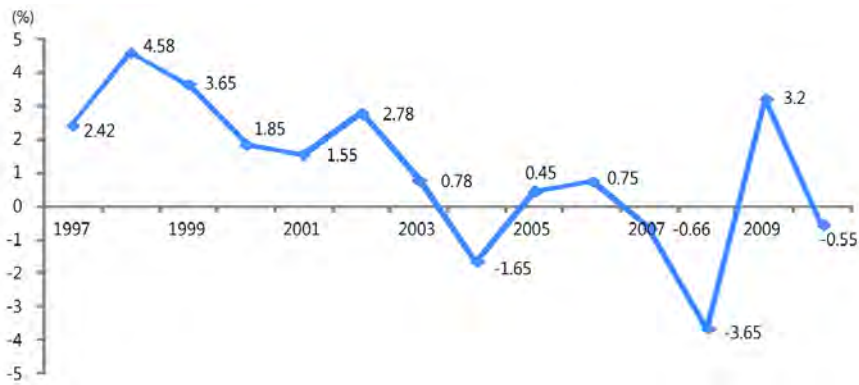
〈표 5-12〉 중국 은행의 예금 및 대출 금리 추이

(단위: %)

	예금금리	대출금리
2002. 2. 21	1.98	5.31
2004. 10. 29	2.25	5.58
2006. 4. 28	2.25	5.85
2006. 8. 19	2.52	6.12
2007. 3. 17	2.79	6.39
2007. 5. 19	3.06	6.57
2007. 7. 21	3.33	6.84
2007. 8. 22	3.6	7.02
2007. 9. 15	3.87	7.29
2007. 12. 21	4.14	7.47
2008. 9. 16	3.87	7.20
2008. 10. 9	3.87	6.93
2008. 10. 30	3.60	6.66
2008. 11. 27	2.52	5.58
2008. 12. 23	2.25	5.31
2010. 10. 20	2.50	5.56
2010. 12. 26	2.75	5.81
2011. 2. 9	3.00	6.06

주: 예금금리는 1년 만기 기준, 대출금리는 6개월에서 1년(1년 포함) 기준임.
자료: 중국인민은행.

[그림 5-5] 중국의 실질금리 추이



주: 실질금리 = 명목금리(각 연말 1년 만기 정기예금) - CPI(소비자물가 상승률).

나. 주가 상승과 주식시장의 성장

이렇게 은행예금의 매력이 감소하면서 이 자금은 어디로 투자되고 있는가? 앞의 〈표 5-1〉에서 확인할 수 있듯이 중국 금융자산에서 주식시장의 비중은 1998년 8.9%에서 2007년 30%로 급증하였다. 반면, 2007년의 개인예금 총액은 전년대비 6.0% 증가에 그쳐, 그 이전에 매년 10~20% 이상의 증가세가 유지되었던 것과 큰 대조를 보인다. 이는 개인예금 증가분의 상당 부분이 은행예금에서 빠져나와 주식시장에 투자되었음을 의미한다.

얼마나 많은 자금이 은행예금에서 주식시장으로 투자되었는지는 주식시장의 개인예탁금과 같은 구체적인 수치가 공개되지 않아 그 금액을 파악하기는 어렵지만, 주식시장 유효 개인투자계좌 수의 추이를 통해 이와 같은 변화를 간접적으로 확인하는 것은 가능하다. 유효 개인계좌 수는 1999년 4,811만개에서 2006년 7,854만개로 증가폭이 크지 않았으나, 2007년 한 해에만 거의 배가 증가하면서 1억 3,887만개로 급증하였다. 이와 같은 개인투자자들의 주식시장 투자 확대는 2005년 이후 추진된 주식시장 비유통주 개혁의 결과, 주가가 급등[16]하면서 나타난 현상이다. 반면, 2008년 이후 글로벌 금융위기와 비유통주 개혁의 유통물량 확대로 주식시장이 급격하게 침체되면서 주식시장의 유효 개인투자계좌 수가 다소 감소하였으나, 2010년 말 현재 2007년 말과 유사한 수준인 1억 3,391만개가 유지되고 있다.

이러한 주식시장의 성장은 앞에서 언급하였듯이 주식시장의 비유통주

〈표 5-13〉 중국 주식시장의 개인투자계좌 수 추이

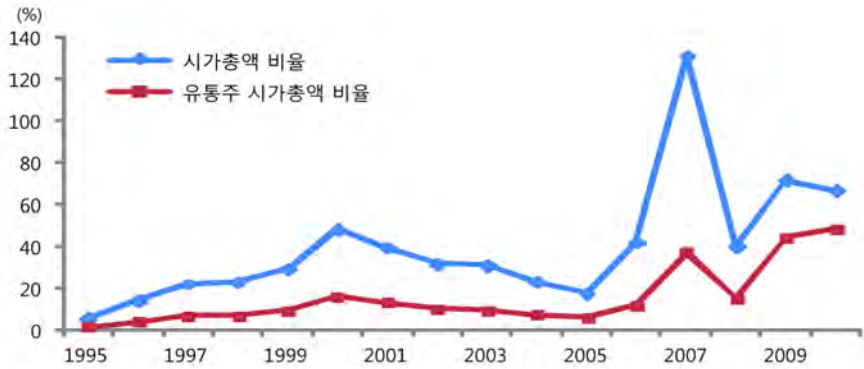
(단위: 만개, p)

	1999	2005	2006	2007	2008	2009	2010
유효 개인 투자계좌 수	4,811	7,336	7,854	13,887	10,449	12,038	13,391
상해 종합주가지수	1,367	1,161	2,675	5,261	1,820	3,277	2,808

자료: 중국증권감독관리위원회, 『통계연감』.

16 상해 종합주가지수의 경우 2005년 1,161p에서 2007년 5,261p로 급상승하였다.

[그림 5-6] GDP 대비 주식시장 시가총액 비율



자료: 중국증권감독관리위원회, 『통계연감』.

개혁(股權分置)이 중요한 역할을 담당하였다. 전체 주식의 절반 이상이 주식시장에서 유통되지 못하는 비유통주였던 기형적인 구조가 중국 주식시장의 발전에 걸림돌이 되었으나, 2005년부터 비유통주 개혁이 성공적으로 추진되면서 개인투자자들의 중국 주식시장에 대한 신뢰가 다시 회복되기 시작했기 때문이다. 물론 2008년 이후 글로벌 금융위기의 충격과 비유통주 개혁으로 인한 유통물량 확대의 부담으로 최근의 주식시장은 여러 불확실성 속에서 침체와 반등을 지속하고 있는 것도 사실이다. 하지만 비유통주 개혁과정에서 파생된 매각제한 주식의 해제에 따른 중국 주식시장의 구조적인 과도기는 2010년 이후 어느 정도 안정을 찾아가고 있다.[17] 더구나 지금까지 은행 이외에는 금지되었던 개인에 대한 신용공여가 증권회사에 허용되면서 주식 신용거래제도도 2010년 말 시범적으로 도입되고, 주가지수 선물거래시장의 등장은 주식투자의 투자 리스크를 줄여 투자 확대에 기여할 것으로 기대된다. 이와 함께 QFII[18] 관련 규제의 완화 등을 통해 외국인 투자자의 유입도

17 2010년 말 매각제한 물량은 전체 주식물량의 10% 미만으로 감소한다.

18 중국 주식시장에 대한 대외개방은 주식시장 성장에 크게 기여하였다. 중국의 주식시장은 대외개방이 제한적으로만 허용되고 있다. 즉, 일정한 자격을 갖춘 외국인 기관투자자를 QFII(合格境外機關投資者)로 지정하고, 이들만이 중국 국내 주식시장 및 부동산시장에 투자하도록 허용한 것이다. 2002년에 처음 도입된 QFII제도는 처음 투자한도가 30억 달러에 불과하였으나 점차 확대 허용되었다. 2010년 말 현재 중국에서 QFII 자격을 획득한 외국계 투자기관은 모두 106개에 달하며(중국증권감독위원회), 승인된 투자금액은

지속적으로 확대될 것으로 기대된다.

이러한 주식시장의 정책적 불확실성을 축소하는 개혁정책은 향후에도 지속적으로 추진될 것으로 전망되고, 이는 향후 중국 자산운용업 성장에 긍정적인 역할을 할 것으로 기대된다.

다. 비은행 금융부문과의 균형 발전

중국 금융시스템의 주요 특징 중 하나였던 은행 중심 시스템은 비은행 금융부문이 발전하면서 점차 금융산업 내 경쟁구도의 변화를 가져오고 있으며, 이는 또한 자산운용업 성장의 중요한 원동력이 되고 있다. 2001년 11월 WTO 가입 이전 중국의 금융시스템은 은행산업 중심으로 구성되어 있었고, 보험, 증권, 채권, 자산운용 등의 비은행 금융산업의 발전은 상당히 지체되었다. 이는 중국정부가 국유기업에 대한 정책적 지원을 용이하게 하기 위해 개인자금 수신업무와 기업자금 조달업무를 사실상 국유은행이 독점하는 형태를 채택하였기 때문이다. 자금의 수요자와 공급자가 직접 연결되는 직접금융 시스템과는 달리 은행 중심 금융제도는 정부 소유의 금융기관이 정부의 암묵적 예금보장을 바탕으로 강제적으로 저축을 동원함으로써 정책당국이 전략산업 육성을 위해 차별적인 신용배분을 실행할 수 있었기 때문이다(박찬일[2003]; 구기보[2006]). 이 때문에 중국의 금융부문은 최근까지도 상당히 낙후되어 있었다. 대외적으로 중국의 금융부문은 해외 금융자본과의 경쟁에서 격리 보호되어 왔고, 대내적으로 정부의 산업정책을 지지하기 위한 방안으로 이용되면서 정책개입과 과도한 규제를 지속하여 금융산업의 발전이 저해되었기 때문이다. 부실한 국유기업에 대한 지원으로 인해 은행의 부실채권문제가 매우 심각해졌다(Calomiris[2007]).

금융시장의 대외개방이 이루어지고 있지 않은 상황에서 4대 국유상업은

200억달러를 넘어서고 있다. 특히 글로벌 금융위기의 여파로 주식시장이 급격하게 하락한 2008년 이후에는 QFII 관련 규제가 더욱 완화되고 있다. 2009년에는 QFII 투자상한 확대(8억달러에서 10억달러), QFII 투자자본금 보호예수기간 단축(1년에서 3개월) 등의 정책이 도입되었다(윤병수 외[2009]).

행(中國工商銀行, 中國銀行, 中國農業銀行, 中國建設銀行)의 독점적인 지위는 매우 안정적이었다. 이 때문에 국유기업에 대한 부실로 인해 국유상업은행의 부실채권비율이 매우 높은 상황에서도 안정적인 자금조달이 가능할 수 있었다. 뿐만 아니라 낮은 금리로 은행예금의 매력이 상당히 떨어졌음에도 불구하고, 은행예금 이외의 자금운용 수단이 사실상 전무하였기 때문에 은행예금은 여전히 안정적인 증가세를 유지할 수 있었다.

그러나 금융산업의 발전과정, 특히 2001년 11월 중국의 WTO 가입으로 중국 금융시스템은 매우 빠르게 변화되었다. 1997년 동아시아 금융위기를 겪으면서 중국의 낙후된 금융시스템 문제의 해결은 중국정부의 최우선 정책과제로 등장하였다. 낙후된 금융시스템으로 인한 자금배분의 왜곡이 경제시스템 전체를 붕괴시킬 만큼 심각한 타격을 미칠 수 있다는 것을 인접 국가들의 경험에서 관찰할 수 있었기 때문이다.

중국은 WTO 가입을 위해 선진국들과 협상하는 과정에서 금융시장의 광범위한 개방을 서비스무역협정(General Agreement on Trade in Services: GATS) 체결을 통해 약속하였다. 이에 따라 외국 금융사들의 중국 금융시장 진출에 대한 제약이 점진적으로 제거되고, 중국 금융사들과 동일한 경쟁조건을 갖도록 허용되었다. 예를 들면 은행산업에서는 점진적으로 영업지역, 업무범위 등에 대한 규제를 외국은행에 대해 완화하였고, 2006년 12월부터는 완전한 시장개방을 허용하여 중국 은행과 동일한 조건에서 경쟁하도록 허용하였다. 보험업, 증권업, 자산운용업 등에서도 일정한 스케줄에 따른 점진적인 개방을 약속하였다(양평섭・구은아[2007]). 이러한 개방은 매우 광범위한 수준으로 자칫 외국 금융사가 중국 금융시장에서 지배적인 지위를 장악하여 중국 경제시스템 운영에 결정적인 영향을 미칠 가능성도 존재하였다. 이에 따라 중국정부는 금융시장의 완전한 개방 이전에 중국 금융시스템의 개혁을 완성하고 중국 금융사의 경쟁력을 높여야 하는 과제에 직면하였다. 중국정부는 이를 위해 비은행 금융시장, 즉 자본시장의 발전을 추진하고 새로운 금융기관인 증권회사, 보험회사, 연기금 운용사, 펀드회사 등을 육성하는 금융확장(financial broadening)적인 금융산업의 발전을 추진하였다(Naughton[2007]).

이러한 금융확장적인 금융산업 발전전략은 지금까지 중국 자산운용업 발전의 원동력이 되었고, 향후에도 이러한 금융확장적인 금융산업의 발전전략은 지속적으로 추진될 것으로 전망된다.

제4절 자산운용업 성장의 영향과 리스크

1. 금융자산 포트폴리오 변화의 직접적인 리스크

전 절에서 살펴본 바와 같이 개인 은행예금의 이탈과 자산운용시장으로의 이동은 거시적으로 중국 금융시스템에 적지 않은 영향을 미치고 있다. 무엇보다도 중국의 금융시스템이 기본적으로 은행 중심 체제이고 각 금융업권별로 전업체제[19]로 운영되기 때문에(박찬일[2003]), 이런 상황에서 개인의 은행예금 이탈이 급격하게 진행될 경우 금융시스템 전체에 부정적인 영향을 미칠 수 있기 때문이다(李揚[2008]).

지난 수년간의 이러한 개인예금의 감소현상이 은행부문의 건전성에는 어떤 영향을 미치고 있는가? 중국 은행의 직접적인 리스크인 부실채권문제는 사실 지난 수년간 매우 빠른 속도로 해소되고 있다. 중국 은행의 부실비율은 2001년 11월 중국이 WTO에 가입하기 이전에는 비공식적으로 전체 대출의 30% 이상에 달했다고 알려져 있다. 하지만 지난 수년간의 노력으로 부실자산비율은 2005년 12.5%에서 2010년 2사분기 1.30%로 급격하게 감소하였다. 이러한 은행 부실의 급격한 감소는 지난 수년간 중국정부가 은행에 대한 자본투입 등으로 은행의 건전성 개선을 위해 노력한 결과이다.

---

19 중국의 은행업, 증권업, 보험업 등 핵심 금융업무 영역은 서로 다른 금융기관에 의해 영위되고 다른 업종으로의 진입이 원칙적으로 금지되어 있다. 이러한 전업주의는 중국의 상업은행법, 증권법, 보험법 등의 법률에 명시되어 있다. 이는 1999년 Gramm-Leach-Bliley 법이 실행되기 전의 Glass-Steagall 법체계의 미국식 분업체계를 따르고 있는 것이다. 그러나 이런 겸업금지 원칙에도 불구하고, 정부당국의 예외적인 허용, 금융기관의 우회 진출, 금융지주회사 설립 등으로 최근에는 겸업화가 점차 확대되고 있다(박찬일[2003]).

〈표 5-14〉 중국 은행의 부실비율 추이

(단위: %)

	2005 (1/4)	2006	2007	2008	2009	2010 (2/4)	부실금액 (억위안)
부실자산비율	12.4	7.1	6.17	2.42	1.58	1.30	4,549
국유상업은행	15.0	9.2	8.05	2.81	1.80	1.46	3,248
주식제 상업은행	4.9	2.8	2.15	1.35	0.95	0.80	592
도시상업은행	11.5	4.8	3.04	2.33	1.30	1.11	361
농촌상업은행	6.1	5.9	3.97	3.94	2.76	2.34	288
외국계 은행	1.2	0.8	0.46	0.83	0.85	0.72	60

자료: 은행감독위원회.

〈표 5-15〉 은행 대손충당금과 대손충당비율 추이

	2006	2007	2008	2009
대손충당금(억위안)	4,547	5,375	7,735	8,683
대손충당비율(%)	34	39	116	155

자료: 은행감독위원회.

또한 2008년 글로벌 금융위기를 거치면서 은행부문의 건전성을 한층 강화하기 위해서 중국정부는 은행의 대손충당비율을 상향 조정하는 조치를 취하였다. 대손충당비율의 기준을 평균 150% 이상으로 급격히 높이면서 은행들은 이 기준을 맞추기 위해 노력하였다. 이에 따라 2007년 39%였던 대손충당비율이 2008년에는 116%로 높아졌다. 이 과정에서 대손충당금을 많이 쌓는 것보다는 기존의 부실채권을 정리·매각하는 작업이 위주가 되기도 하였다. 2009년에는 은행 대손충당비율이 155%로 높아져서 은행부문의 안정성이 상당히 높아졌다고 평가된다.

또한 중국 은행의 수익구조가 기존의 단순한 예대마진 의존형에서 점차 수수료 수익비중이 확대되고 있다는 것도 은행예금 감소가 중국 은행부문에 커다란 리스크가 되지는 않을 것이라는 전망에 힘을 실어주고 있다. 은행 전체 수익에서 수수료 수익의 비중은 2009년 12%로 지난 수년간 점차 증가하고 있는 추세이다.

이러한 사실들은 현재 수준에서는 개인의 은행예금 감소가 은행부문의

〈표 5-16〉 은행 수익률과 수익구조의 변화 추이

	2006	2007	2008	2009
세후 순이윤(억위안)	3,379	4,467	5,834	6,684
ROE(%)	14.9	16.7	17.1	16.2
ROA(%)	0.9	0.9	1.0	0.9
이차수익비율(%)	–	62.9	61.2	63
투자수익비율(%)	–	27.4	24.5	24
수수료수익비율(%)	–	9.4	9.7	12

자료: 은행감독위원회.

직접적인 건전성에는 크게 문제가 되지 않는다는 것을 의미한다.

이러한 은행부문의 부실채권 하락과 은행부문의 건전성 증가는 개인투자자들에게 은행예금의 신뢰도를 높이고, 이에 따라 은행예금의 감소 속도를 완화시키는 역할을 하고 있다. 은행부문의 안정성이 높기 때문에 비록 투자수익률이 낮지만, 안정성이 높은 은행예금을 보유하고자 하는 성향이 있기 때문이다.

한편, 이러한 은행예금 감소는 현 단계 중국 금융시스템에 직접적인 리스크가 되지는 않고 있지만, 중국의 은행부문이 자산운용시장의 성장에 대응하는 과정에서 은행의 간접적인 리스크가 확대되고 있는 측면은 주목할 필요가 있다. 다음에는 이를 구체적으로 살펴보기로 한다.

2. 은행의 신규 금융상품 개발과 리스크

은행부문에서 새롭게 등장하는 간접적인 리스크로 특히 주목할 필요가 있는 것은 은행의 신규 금융상품 개발에 따른 리스크 확대이다. 최근 중국 은행은 저금리의 단순한 은행예금을 대신하는 재테크(理財) 상품의 판매를 확대하고 있다. 이는 중국 소비자들의 임금소득이 빠르게 상승하고, 부동산가격이 상승하고 주식시장이 발전함에 따라 부유층이 급속히 증가하면서 새로운 재테크 상품에 대한 수요가 확대되고 있기 때문이다. 이처럼 중국 내 부유층이 빠르게 증가하면서 이들을 겨냥하여 다양한 재테크(理財) 상품을 개

〈표 5-17〉 은행 재테크 상품의 발행량 추이

(단위: 억위안)

	2005	2006	2007	2008	2009
은행 재테크 상품 발행량	597	1,197	2,561	6,518	7,139

자료: 『中國理財市場發展報告』, 중국재정경제출판사, 2010.

〈표 5-18〉 상하이 지역 재테크 상품의 판매와 구성비

(단위: 억위안, %)

	채권 및 화폐시장형	신탁 상품형	확정 수익형	QDII (해외투자)형	기타	합계
2008 1/4	89.6	332.9	115.4	9.3	20.1	567.5
2008 2/4	133.7	308.7	118.1	11.4	19.5	591.6
2008 3/4	321.7	407.8	155.0	6.6	6.4	897.6
2008 4/4	208.4	323.8	102.5	0.2	13.4	648.6
2009 1/4	417.8	250.6	84.5	2.2	262.4	1,071.6
2009 2/4	336.1	549.9	159.3	2.3	382.6	1,430.1
2009 3/4	254.5	822.5	663.2	4.4	786.8	2,521.5
2009 4/4	393.8	1,046.6	672.6	4.3	14,78.4	3,595.8
합 계	2,209.8	4,042.9	2,060.8	41.1	2,969.7	11,324.5
비중(%)	19.5	35.7	18.2	0.01	0.26	

자료: 中國銀行業監督管理委員會上海監管, 「警惕商業銀行理財業務 "异化" 的四种現象」, 2010. 9. 28.

발하는 등 PB(프라이빗 뱅킹)업무도 급격히 확대되고 있다. 중국의 경우 미국과 달리 PB업무에 대한 직접적인 수수료 부과가 금지되기 때문에 은행으로서는 부유층에 대한 금융자문 등의 서비스 제공의 역할을 담당하는 한편, 직접적인 재테크 상품의 개발과 판매를 통하여 수익을 창출한다.

중국의 재테크 관련 상품은 2008년 이후에야 본격적으로 발전하였다. 2005년 중국 내 재테크 관련 상품은 2005년에는 597억위안에 불과하였으나 2009년 7,139억위안으로 판매가 급속히 증가하고 있다.

현재 은행은 채권, 신탁, 해외투자와 관련된 재테크 상품을 개발하여 판매하고 있다. 상하이 지역을 기준으로 살펴보면 2008년부터 2009년까지 평균적으로 채권 및 화폐 시장 관련 상품이 19.5%, 신탁형 상품이 35.7%, 확

정수익형 상품이 18.2%, 해외투자 QDII형 상품이 0.01% 등을 차지하고 있다. 그러나 이런 과정에서 은행의 지나친 판매확대 경쟁이 규제당국의 제재로 이어지기도 했다는 점은 문제로 대두되었다. 2010년에는 특히 신탁형 재테크 상품이 문제가 되면서 신탁상품과 연계된 재테크 상품에 대한 규제가 강화되고 있다.

이처럼 은행 간 혹은 은행과 비은행 간의 경쟁이 격화되고 재테크 상품 등 신규 금융상품이 확대되면서, 은행이 안전한 금융자산 운용보다는 수익성을 높이기 위해 경쟁하면서 리스크가 전반적으로 확대되는 문제가 나타나고 있다. 이 과정에서 재테크 상품을 효과적으로 확대하기 위해 은행이 자산운용사를 소유하는 등 겸업화 경영을 확대하는 경향도 나타나고 있다. 원래 중국에서 자산운용사 설립은 증권사만이 가능하였으나, 최근 은행의 자산운용사 소유가 허용되면서 은행의 자산운용사 설립이 확대되고 있다.

은행이 자산운용사를 자회사로 설립하는 것이 허용된 2005년 이후 工商은행, 交通은행, 建設은행, 浦東發展은행 등이 자산운용사를 설립하였으며, 招商은행의 경우 招商증권이 보유하고 있던 지분을 인수하였다. 이러한 은행의 자산운용사 설립 확대는 중국의 전통적인 전업화 경영 추세가 점차 겸업화 경영 추세로 변화해 간다는 것을 의미하는 것이다.

뿐만 아니라 최근에는 중국 은행의 해외 자산운용사 인수 합병도 확대되고 있다. 中國銀行은 2008년 스위스 자산운용사의 30% 지분을 확보하는 등 자산운용업, PB업무 등에서 해외 사업을 확대하면서 그룹화 경영 역량을 강화하는 방법으로 진출을 추진하고 있다.

이러한 은행의 자산운용업무의 확대는 주식시장의 변동성 확대에 따른 경영상의 리스크가 모회사인 은행부문으로 전이되는 형태의 간접적인 리스크를 증가시키고 있다.

3. 은행 수익확대를 위한 소매대출 증대와 리스크

마지막으로 자산운용시장의 성장과 관련된 은행부문의 리스크로는 은행의 소매대출 확대와 관련된 리스크를 지적할 수 있다. 금융사들 간의 경쟁

이 격화되면서 보다 높은 수익을 창출하기 위해 수익성이 높은 소매대출을 늘리고, 자금 운용에서 자산운용시장을 많이 활용하는 과정에서 자산운용시장도 빠르게 성장하기 때문이다.

원래 중국의 금융시스템은 국유기업에 대한 지원 역할이 중시되었기 때문에 개인의 금융시장 접근이 엄격히 제한되었다. 중국이 동아시아 금융위기의 극복과정에서 내수부양의 일환으로 주택시장과 자동차시장을 육성하기 위해 1999년부터 은행에 대해서 주택담보대출과 자동차담보대출을 허용하기 이전에는 개인부문에 대한 대출이 극히 미미하였다. 그러다가 중국의 WTO 가입 이후 개인부문에 대한 대출이 허용되고, 최근에는 부동산담보대출 이외에 신용대출도 조금씩 증가하고 있는 상황이다.

특히 중국은 2008년 글로벌 금융위기 이후 세계적인 경기침체와 수출 급감에 직면하여 지난 십여 년간 추진해 왔던 기본적인 경제발전모델인 수출주도형 성장모델을 내수주도형 성장모델로 전환하고 있다. 중국정부는 이를 위해 대규모 경기부양정책을 추진하면서 동시에 은행대출에 대한 완화정책을 실시하여 대출이 급증하였다. 2009년 은행 신규대출은 2008년 대비 두 배 이상 급증한 10조위안에 달했다. 2010년에도 은행의 신규대출은 8조위안이 증가하였다.

이러한 은행의 신규대출 증가 중 특히 가계대출의 증가 속도는 특히 두드러진다. 2010년 가계부문에 대한 대출은 전체 대출총액의 22%인 11조 2,586억위안이다. 대출총액에서 가계부문에 대한 대출비중은 2007년 18%에서 2010년 22%로 빠르게 증가하고 있다. 특히 가계대출 중 단기소비성 대출, 즉 소매금융(consumer loan)도 빠르게 증가하고 있는데, 전체 대출에서 소매금융의 비중은 2007년 12%에서 2010년 15%로 증가하였다.

특히 지난 몇 년간 전체 대출 증가에서 가계부문의 대출 증가 기여분은 매우 빠른 속도로 증가하고 있다. 전체 대출 증가분에서 가계부문의 대출 증가 기여도는 2008년 15%에서 2010년 37%로 급증하였다. 반면, 기업부문의 대출 증가 기여도는 같은 기간 85%에서 54%로 하락하였다. 가계부문 중 소매금융분야도 전체 대출 증가에 대한 기여도가 2008년 10.6%에서 2010년 23.6%로 두 배 이상 가파르게 증가하고 있다.

〈표 5-19〉 중국 대출총액 증가율 추이

(단위: 억위안, %)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
대출총액	93,734	99,371	112,315	131,294	158,996	178,198
증가율(%)	8.3	6.0	13.0	16.9	21.1	12.1
신규대출 증가액	7,210	5,637	12,944	18,979	27,702	19,202
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
대출총액	206,838	238,279	277,747	320,049	425,597	509,226
증가율(%)	16.1	15.2	16.6	15.2	33.0	19.6
신규대출 증가액	28,640	31,441	39,468	42,302	105,548	83,629

자료: 중국인민은행.

〈표 5-20〉 중국 예금의 부문별 구성 변화

(단위: 억위안)

	2007	2008	2009	2010
대출총액	277,747	320,049	425,597	509,226
가계대출	50,675	57,082	81,819	112,586
단기소비성 대출	32,751	37,235	55,366	75,108
기업대출	227,072	262,966	343,777	388,637

자료: 중국인민은행.

〈표 5-21〉 부문별 대출 증가 기여도

(단위: %)

	2008	2009	2010
가계부문	15.1	23.4	36.8
소매금융부문	10.6	17.2	23.6
기업부문	84.9	76.6	53.6

자료: 중국인민은행.

이러한 은행의 개인부문에 대한 대출 증가분이 중국의 자산운용시장에 어떠한 영향을 미쳤는가? 가계부문에 대한 대출 구성으로 볼 때 가장 큰 영향을 미친 부문은 주택 위주의 부동산시장으로 보인다. 중국의 가계부문에 대한 대출, 특히 소매금융부문의 대출 중 대부분은 부동산담보대출이 차지하고 있기 때문이다. 주택담보대출 총액이 전체 은행대출에서 차지하는 비중은

〈표 5-22〉 소매금융 구성의 변화 추이

(단위: 억위안, %)

	1998	2006	2007	2008	2009	2010(6)*
주택담보대출 총액	426	22,700	30,000	33,500	48,022	57,400
전체 대출 대비 비율(%)	0.5	9.5	11.5	10.5	11.3	11.8
소매금융 대비 비율(%)	93.4	93.5	91.6	90.0	86.7	85.1
자동차담보대출	4	1,009	927	–	–	–
은행대출 총액	86,524	238,279	261,691	320,049	425,597	484,698
가계부문 대출	–	–	50,675	57,082	81,819	101,304
소매금융	456	24,059	32,751	37,235	55,366	67,428

주: * 2010년은 6월까지의 자료임.
자료: 중국인민은행, 2006년 이전 자료는 CEIC DB를 이용함.

1998년 0.5%에서 2010년 11.8%로 빠르게 증가하고 있다.

특히 글로벌 금융위기의 여파로 내수경기 부양정책이 필요했던 2008년 하반기부터는 은행의 부동산담보대출 관련 제한을 폐지하고, 은행 창구지도 등의 방법으로 부동산대출을 적극적으로 확대하도록 하면서 주택담보대출이 큰 폭으로 증가하였다.

한 가지 흥미로운 사실은 가계부문의 소매금융 대출에서 주택담보대출이 차지하는 비중의 추이이다. 2006년 이전에는 가계부문 소매금융의 93% 이상이 사실상 주택담보대출로 구성되었다. 그러나 이 비중은 2009년 87%, 2010년 6월에는 85%로 낮아지고 있다. 즉, 주택담보대출 이외의 소매금융, 즉 진정한 의미에서의 개인 신용대출이 점차 증가하고 있다는 것을 의미한다.

이러한 개인 신용대출이 증가할 수 있었던 이유는 은행들이 수익성 높은 소매금융 대출을 확대하려는 노력이 있었기 때문이다. 나아가 그동안 문제가 되었던 개인의 신용정보에 대한 데이터베이스가 제공되기 시작했기 때문이다. 중국의 개인신용정보제도는 2000년대 초반 지역단위로 지방정부가 주도하는 준(準)공적 신용정보제공기관이 설립되었지만, 전국단위의 공적 신용정보공유제도는 2006년 1월에 이르러서야 중앙은행에 의해서 운영되기 시작하였다. 이에 따라 2006년 1월에 전국적으로 통일된 개인의 신용정보 데이터베이스가 운영되기 시작하였다(남수중[2008]; 박영상[2007]).[20]

향후 은행부문의 수익 창출을 위한 소매대출 증가는 긴축정책 실시와 소매대출 규제와 관련된 정책 변화에 따른 중국 자산운용시장의 변동성을 확대하고 결과적으로 중국 금융시스템의 리스크를 확대하기 때문에 이에 주목할 필요가 있다.

4. 비은행부문의 대응과 리스크

한편, 은행 이외의 기타 비은행 금융분야에서도 자산운용시장의 성장에 따른 영향과 리스크가 확대되고 있다. 특히 주목할 필요가 있는 것은 최근 투자형 금융상품으로 빠르게 성장하고 있는 금융상품인 변액보험이 있다. 변액보험은 위험에 대비한다는 보험 본연의 기능보다는 저금리의 은행예금을 대신할 수 있는 고수익의 투자형 금융상품이라는 기능으로 개인예금을 대신하고 있다. 특히 외국계 신규 생명보험사 등이 단기간 내 중국에서 시장점유율을 확대하기 위해 변액보험 등 투자형 보험상품 판매에 주력하면서 변액보험의 판매는 매우 빠르게 증가하였다.

외국계 생보사는 단기간에 중국 생명보험시장에서 시장점유율을 확대하기 위해 전통적인 보장형 생명보험상품보다는 혁신적인 투자형 보험상품 판매에 치중하였다. 이는 중국 내 보험의 보장성 기능에 대한 이해가 상당히 부족한 상황에서 기존 3대 중국계 생보사가 주도적인 지위를 차지하고 있는 보장형 상품시장에서는 급속한 판매 확대를 기대하기가 쉽지 않았기 때문이다. 반면, 중국에서는 은행예금을 손쉽게 대체할 수 있는 투자형 금융상품이 많지 않았기 때문에 투자형 금융상품인 변액보험 판매 확대가 유리하였다. 더구나 중국 주식시장이 2005년 비유통주 개혁 이후 주가가 급등하면서 변

20 중국의 공적 신용정보제도는 2006년 1월부터(개인정보는 1월, 기업정보는 7월) 운영되고 있으며 전국적인 네트워크를 가지고 있다. 공적 신용정보기관은 중앙은행이 운영을 담당하고, 법률에 의거하여 개인 여신업무가 가능한 중국 내 모든 은행이 의무적으로 가입하도록 되어 있다. 이에 따라 주택담보대출, 자동차대출, 신용카드, 개인신용대출 등 여신업무를 담당하고 있는 은행의 개인에 대한 소매금융 관련 정보가 수집되고 있다. 반면, 보험사나 증권사에서는 한국과 달리 약관대출 등의 개인대출을 일체 불허하고 있기 때문에 보험사나 증권사는 공적 신용정보기관의 정보수집 대상기관에서는 제외되고 있다.

액보험상품의 투자수익률이 높았기 때문에 변액보험에 대한 인기가 급상승하였고 판매도 확대되었다.

2007년 말 기준으로 외국계 생보사의 전체 수보 중 변액보험 등 투자형 보험상품의 비중은 66%로 중국계 생보사의 투자형 보험상품 판매비중 21%를 세 배 이상 크게 상회하고 있다. 이는 외국계 생보사가 그만큼 투자형 보험상품 판매에 주력하였음을 보여주는 것이다.

이러한 변액보험의 판매 증가는 보험회사의 고객 자산이 자산운용사 등을 통해 주식시장에 투자되는 비중을 확대시켰다. 원래 중국의 보험회사는 고객의 자산을 운용하는 데 엄격히 제한을 받고 있었다. 보험자산 운용은 은행예금과 국채 등으로 운용이 제한되었으나, 1999년 전체 보험자산의 5%를 자산운용사의 펀드 구매로 운용할 수 있도록 하였다. 펀드투자비율은 점차적으로 확대 허용되었는데, 2000년에는 10%까지로 확대되었고, 2005년에는 전체 보험자산의 15% 범위 내에서 자산운용사의 펀드 및 주식시장 직접투자가 허용되었다. 전체 보험자산 중 자산운용사의 펀드구입 비중은 2000년 5.3%에서 2005년 7.8%로 높아졌다가 2006년에는 주식시장 직접투자 확대로 펀드의 비중은 오히려 5.1%로 감소하였다(서봉교[2008]). 이후 보험자산의 주식 및 펀드에 대한 투자는 점차 확대되고 있는데, 2010년 상반기에는 보험자산 운영 중에서 은행예금이 차지하는 비율은 30.5%, 채권은 51.8%, 기금, 주식, 지분 투자 등은 15.1%, 기타 투자비중[21]은 2.6%에 불과하다(보험감독위원회).

보험사 등 비은행 금융사의 자산운용시장 참여 확대는 향후 자산운용시장의

---

21 기타 투자분야로는 특히 중국 보험자산의 부동산투자가 확대되고 있다. 원래 중국 보험자산은 부동산투자가 허용되지 않았으나 2010년 9월 보감회가 『보험자금의 부동산투자 시범관리방법: 保險資金投者不動産暫行管理辦法』을 발표하면서 부동산투자가 허용되었다. 보험자금의 투자는 상업용 부동산, 사무용 부동산, 보험업무와 관련된 양료, 의료, 자동차 서비스 등의 부동산과 자가사용 부동산에 투자할 수 있다. 보험회사의 부동산에 대한 투자한도는 전 분기 말 총자산의 10% 이하이며, 부동산 관련 금융상품의 투자한도는 전 분기 말 총자산의 3% 이하로 제한된다(보험감독위원회). 『보험자금의 부동산투자 시범관리방법: 保險資金投者不動産暫行管理辦法』에는 보험자산의 부동산투자와 관련된 조건, 투자방식, 투자대상, 리스크 관리, 감독 관리 등에 대한 내용이 포함되어 있다. 이 내용에 따르면 보험회사는 부동산에 투자하기 위해서는 대손충당비율이 150% 이상이 되어야 하고, 이윤과 순자산이 1억위안 이상이어야 한다.

〈표 5-23〉 중국 보험상품별 수보(2007년 말 기준)

(단위: 억위안, %)

	외국계 수보	비중(%)	중국계 수보	비중(%)
생존사망보험	362	(92)	4,136	(90)
무배당형	33	(8)	974	(21)
유배당형	64	(16)	2,182	(48)
변액+유니버셜형	259	(66)	978	(21)
상해보험	8	(2)	108	(2)
건강보험	28	(7)	333	(7)
전체 생명보험업	392	(100)	4573	(100)

자료: 『중국보험연감』, 2008(서봉교[2010]에서 재인용).

〈표 5-24〉 중국 생명보험 자산 운용 구성의 변화

(단위: 억위안, %)

	2000	2002	2004	2005	2006	2010(6)*
보험자산 총액	2,539	5,530	10,779	14,136	17,785	
예금(%)	48.7	54.7	46.5	36.7	33.7	30.5
채권(%)	46.0	39.7	47.2	52.7	53.1	51.8
주식(%)	–	–	–	1.1	5.2	15.1
펀드(%)	5.3	5.6	6.3	7.8	5.1	
기타(%)	–	–	–	1.7	2.9	2.6

주: * 2010년은 6월까지의 자료임.
자료: 中國保險業發展藍皮書(2008); 2010년 자료는 중국보험감독위원회.

성장에 더욱 긍정적인 역할을 할 것으로 기대된다. 또한 자산운용시장을 활용한 투자형 금융상품은 향후 중국 비은행 금융사의 중요한 성장 원동력이 될 것으로 예상된다.

하지만 이러한 비은행 금융사의 자산운용시장 진출 확대는 반대로 자산운용시장의 변동성에 따라 투자수익의 감소 또는 마이너스 수익에 따른 금융회사의 건전성 악화로 이어질 우려가 증가함을 의미한다. 금융회사 간 경쟁이 치열해지면서 보다 높은 수익률을 위해 리스크가 큰 자산운용을 실시할 경우 투자 실패의 리스크가 그만큼 커지기 때문이다. 이에 따라 향후 중국 비은행 금융사의 자산운용시장 진출 확대 및 리스크에 대해 주목할 필요가 있다.

제5절 결론 및 시사점

이제까지 본문에서는 중국 자산운용업의 기회와 리스크를 살펴보았다. 중국의 자산운용업은 현재까지는 발전의 초기단계로 앞으로의 성장 가능성이 매우 높다는 것을 살펴보았다. 자산운용업이 발달한 미국의 경우도 1970년대 인구구조와 연금제도의 변화가 자산운용업 성장의 원동력이 되었다. 1974년 연금 관련법(ERISA)의 개정으로 연기금으로부터의 자금유입이 확대되고, 전문적인 자산운용사의 증대뿐만 아니라 낮은 진입장벽으로 인한 소형 부티크 운용사도 증가하였다. 뿐만 아니라 1980년대는 고객의 자산운용업에 대한 이해도 상승으로 공급자 시장에서 수요자 시장으로 자산운용시장이 변화되면서 신상품 개발이 가속화되었고, 기업연금제도가 개혁되면서 자산운용업이 급성장하게 되었다. 또한 개인투자자들의 주식시장에서의 직접투자 실패 경험도 자산운용업을 통한 간접투자를 확대하게 하였다.

현재 중국은 자산운용업 발전의 초기단계로 자산운용사에 대한 규제와 상품개발 규제로 아직은 공급자 시장 단계에 머물고 있다. 하지만 향후 자산운용업이 선진국과 마찬가지로 수요자 시장으로 변화되고, 현재 도입 준비중인 기업연금제도를 선진국처럼 개혁하여 자산운용시장에 대한 투자를 확대할 경우 자산운용시장에서 연기금의 자금유입도 확대될 것으로 전망된다. 또한 글로벌 금융위기 등 개인의 주식시장 투자 실패 경험과 간접투자의 장점에 대한 투자자 교육 확대로 향후 개인투자자들의 자산운용업 투자도 더욱 확대될 것으로 기대된다.

최근에는 이러한 중국 자산운용시장의 성장 잠재력을 높이 평가한 한국 금융사들의 중국 자산운용시장 진출이 확대되고 있다. 지금까지 한국 금융사의 중국 자산운용업 진출은 홍콩을 통한 간접투자나 QFII를 통한 중국 A주 투자에 국한되었다. 현재 한국은 푸르덴셜, 미래에셋, 삼성투신, 우리투자증권 등 13개 금융기관이 중국 QFII자격을 취득하였다. 하지만 최근 미래에셋이 합자 자산운용사 방식을 통한 중국 자산운용시장 직접 진출을 추진하면서 양해각서(MOU)를 체결하였다. 뿐만 아니라 삼성자산운용 역시 2011

년 2월 중국 내 자산운용시장 직접 진출을 위해 중국 신호그룹 계열의 商財증권과 베이징에 합자 자산운용사 설립을 위한 양해각서(MOU)를 체결하였다(『한국경제신문』, 2011.2.28). 이 외에도 한국투신운용 역시 중국 자산운용시장 진출을 준비 중이다.

중국 자산운용업에의 진출은 성장하는 국내 금융사에 중국 자산운용시장에서 수익을 창출하고 글로벌 금융사로 도약할 수 있는 성장 원동력을 제공할 수 있을 것으로 기대된다. QFII를 통한 중국 주식시장에 대한 투자나 중국 IPO시장에 대한 투자 등은 향후 한국 금융산업이 글로벌 선진 금융사와 마찬가지로 투자은행 업무를 확대하기 위해서 반드시 필요한 분야로 평가되고 있다. 이는 또한 한국 내 투자자들에게 차이나펀드, 차이나 본토펀드 혹은 중국 벤처투자 등 중국 경제성장 및 중국 주식시장의 성장 과실을 공유할 수 있는 기회를 제공해 주는 역할을 하기 때문이다. 나아가 한국 금융사들의 중국 금융시장 진출이 지금까지는 은행 위주였으나, 자산운용업 진출이 결합될 경우 금융그룹 차원에서의 진출을 통한 범위의 경제를 통한 경쟁력 제고라는 긍정적인 역할도 기대할 수 있다.

하지만 중국의 자산운용시장이 앞에서 살펴본 바와 같이 여러 가지 리스크가 존재하고 있다는 사실을 간과해서는 안될 것이다. 물론 중국 자산운용시장이 전체 금융산업에서 차지하는 비중이 아직은 낮은 편이고 자산운용시장의 변동성에 따른 은행 등 금융사의 직접적인 리스크도 낮은 수준인 것은 사실이다. 하지만 은행과 비은행 금융기관 혹은 은행들 간의 경쟁이 격화되면서 자산운용을 통한 투자형 금융상품의 비중이 확대될 것으로 예상되기 때문에, 이에 따른 금융시장의 변화와 리스크에 지속적으로 주목할 필요가 있다.

특히 중국의 주식시장은 앞에서 살펴보았듯이 단순히 중국경제의 성장이나 기업의 성장전망뿐만이 아니라 주식시장제도의 변화에 따른 정책적인 리스크도 크다는 것을 잊지 말아야 한다. 과거 2008년의 주식시장 급락도 글로벌 금융위기라는 외부적인 충격도 있었지만 중국 주식시장의 비유통주 개혁이라는 내부적인 정책 리스크도 매우 컸었다. 더구나 지난 몇 년간 비유통주 개혁 해결을 우선시하면서 미루어 두었던 각종 주식시장 개혁이 산더

미처럼 쌓여 있다. 먼저 주식시장에 새로운 투자대상기업의 출현, 즉 신규기업의 상장문제이다. 현재 중국에는 상장기업이 1,700여 개에 달하지만, 상장조건을 완비하고 당국의 허락을 기다리고 있는 기업만 600여 개가 된다고 한다. 중국정부가 조선산업, 자동차산업 등의 산업정책을 추진하고 있기 때문에 이 중 많은 기업이 조만간 상장될 것이라고 예상된다. 또한 중소기업 거래소시장을 활성화시키고, 2009년 말 개설된 창업판 거래소시장도 성공시켜야 한다. 중국의 기존 시장이 국유 대기업 위주이기 때문에 중소 민영기업이나 벤처기업 또한 주식시장을 통한 자금조달이 가능하도록 해야 하기 때문이다. 공매도 도입, 주식거래세 인상, 나아가 주식회사의 구조조정 문제 등 주식시장의 각종 제도적인 정책변수들이 산재해 있고, 이러한 정책의 결정과정은 주식시장의 수요와 공급과는 별도의 외부적인 충격으로 존재하기 때문에 투자자들에게는 매우 중요한 리스크로 인식되고 있다. 중국 자산운용시장에 대한 투자에서는 이러한 정책적인 리스크에도 충분히 대비할 필요가 있다.

향후 한국정부는 한국 자산운용사의 중국 진출에 도움이 될 수 있도록 해외투자에 대한 제도적 장애요인 해소 및 지원정책 수립 등의 노력이 필요할 것으로 예상된다. 현재 논의되고 있는 한-중 FTA에서 중국 금융서비스 시장의 개방과 관련된 정책의제로 자산운용시장에 대한 제도적 논의가 필요할 것이다.

한편, 중국의 자산운용시장이 성장하는 과정에서 개인 금융자산에서 예금의 비중은 감소하는 추세이지만, 급속한 예금 감소로 인해 은행부문의 건전성이 급격하게 악화되는 문제가 나타날 가능성은 현 단계에서는 매우 낮은 것으로 판단된다. 무엇보다도 현재 중국 은행들의 자산구성이 매우 건전하고, 중국 내 자금 유동성도 풍부하기 때문이다. 다만, 장기적으로 비은행부문의 성장과 자산운용산업의 성장에 따른 자산시장의 변동성 확대에 따른 리스크는 계속 주목해야 할 것이다.

참고문헌

강미정・정희수・강희경・서향미, 「중국 주식시장 현황 및 시사점-IPO시장을 중심으로」, 금융연구시리즈, 제6호, 하나금융경영연구소, 2007.

고광수, 『자산운용업의 바람직한 방향에 관한 연구』, 한국증권연구원 조사보고서, 2003.

구기보, 「중국 은행산업의 성장과 시사점」, 『중국연구』, 제37권, 2006, pp.299~318.

김정근, 「늙어가는 중국: 중국의 고령화가 한국경제에 미치는 영향」, 『SERI경제포커스』, 제329호, 2011.

남수중, 「중국 신용정보 공유제도의 발전과 시사점」, 국제금융센터 중국금융연구포럼 발표자료, 2008.

남수중・양평섭・최의현, 「중국의 금융체제 개혁과 향후 전망」, 『중국연구』, 제37권, 한국외국어대학교 외국학종합연구센터 중국연구소, 2006, pp.319~343.

노희진, 「중국 자산운용시장 전망」, 『중국금융시장 포커스』, 자본시장연구원, 2010.

박석중, 「중국 자본시장 기본현황」, 『중국자본시장연구』, 금융투자협회 중국자본시장연구회, 2010, pp.263~303.

박영상, 「중국 신용정보관리제도 개황 – 개인신용정보를 중심으로」, 『금융』, 통권 제640호, 은행연합회, 2007, pp.44~51.

박찬일, 『중국 금융제도의 발전』, 한국금융연구원 보고서, 2003.

서봉교, 「중국 자산운용업 발전의 특징과 문제점」, 『현대중국연구』, 제10집, 제1호, 2008, pp.259~303.

서봉교, 「WTO 가입 이후 중국 생명보험시장의 경쟁구도 변화와 외국보험사의 역할」, 『한중사회과학연구』, 제17권, 2010, pp.57~85.

안유화, 「중국판 코스닥인 창업판 개설과 외국 PEF의 중국 투자기회 분석」, 『중국금융시장 포커스』, 자본시장연구원, 2009. 4, pp.53~77.

양평섭・구은아, 『중국의 WTO 가입 5주년 결산』, 대외경제정책연구원 07-04, 2007.

윤병수・동애영・강전은, 「글로벌 금융위기 이후 중국의 경제정책 향방과 국내 파급영향 및 시사점」, 하나금융경영연구소 금융연구시리즈, 제12호, 2009.

자산운용협회, 「미국뮤추얼펀드와 퇴직연금시장」, 2005. 9.

하나금융경영연구소, 「중국 주식시장 현황 및 시사점」, 금융연구시리즈, 제6호, 2007.

吳定富, 『中國保險業發展藍皮書』, 新華出版社, 2006.

李揚, 「中國金融改革和發展面臨的新挑戰」, 中國社會科學院院報, 2008. 1.

陳士林, 「我國証券投資基金管理人信賴義務的理論分析」, 2010-11-29, 江蘇大學法學院 陳士林 來源: 『上海金融』 2010年 第10期.

中國保險年鑒編委會, 『中國保險年鑒』, 2009.

中國銀行業監督管理委員會上海監管, 「警惕商業銀行理財業務 "异化" 的四种現象」, 2010. 9. 28.

『中國銀行業監督管理委員會公報』 2009年報, 2008年報, 2007年報, 2006年報.

「中國人民銀行公告」 각년도.

中國財政經濟出版社, 『中國理財市場發展報告』, 2010.

Bandiera, Oriana, Gerard Caprio, Patric Honohan, and Fabio schiantarelli, "Does Financial Reform Raise or Reduce Saving?" *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 82, No. 2, 2000, pp.239~263.

Bayoumi, Tamin, "Financial Deregulation and Household Saving," *The Economic Journal*, Vol. 103, No. 421, 1993, pp.1432~1443.

China Knowledge Press, *Financial Services in China*, China Knowledge Press Private Limited, 2005.

Calomiris, C. W., *China's Financial Transition at a Crossroads*, Columbia University Press, 2007.

Deaton, Angus and Chiristina Paxson, "Growth and Saving among Individuals and Households," *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 82, No. 2, 2000, pp.212~225.

Gan, Jie, "Banking Market Structure and Financial Stability: Evidence from the Texas Real Estate Crisis in the 1980s," *Journal of Financial Economics*, 73, 2004, pp.567~601.

Jappelli, T. and M. Pagano, "Consumption and Capital Market Imperfections: An International Comparison," *American Economic Review* 79, 1989, pp.1088~1105.

Naughton, Barry, *The Chinese Economy*, MIT Press, 2007.

Samuelson, P. A., "Aspects of Public Expenditure Theories," *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 40, No. 4, 1958, pp.332~338.

제6장

중국 기업의 자금조달 행태

강 동 수 (한국개발연구원)
이 준 엽 (인하대학교)

제1절 서 론

본 장에서는 자금의 수요자인 기업 측면에서 중국의 금융시장을 고찰하고자 한다. 중국 금융에 대한 최근까지의 관심은 주로 금융기관의 경영과 정부의 유동성정책 등 자금의 공급 측면에 집중되었다고 할 수 있다. 이는 중국 금융시장이 정부와 소수 국유 금융기관의 정책기조에 결정적으로 영향을 받았기 때문일 것이다. 그러나 기업에 자금이 공급되는 과정에 대한 이해가 부족한 상태에서 중국 금융시장에 대한 균형된 시각을 가지는 것은 불가능하다고 하겠다.

따라서 본 연구에서는 자료수집의 제약 등으로 인해 상대적으로 실증적 연구가 이루어지기 어려웠던 중국 중소기업의 자금조달 현황을 살펴보고자 한다. 이는 기업의 입장에서 자금조달의 양상은 단기적으로는 경영성과에 영향을 미치며, 장기적으로는 중국 경제성장의 패턴과 밀접한 관계가 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 예를 들어 Huang(2008)은 농촌 및 사영 기업에 대한 금융정책기조가 중국 경제성장의 패턴에 결정적인 영향을 미쳤다고 주장한다.

기업 자금조달 현황을 살펴보는 것은 기업금융과 관련된 핵심적인 논쟁인

‘기업활동에 있어서의 금융제약(financial constraints)’을 이론적 배경으로 하고 있다. 즉, 소유권, 기업규모 등 기업 특성에 따른 기업자금조달의 차이 및 이에 따른 자금난을 중국적 상황에서 파악하고자 하는 것이다. 기업 금융제약에 대한 그간의 논의가 주로 기업규모와 관련되어 진행되었다는 점에서 중국 중소기업의 자금조달 현황 및 자금난 문제는 기존의 금융제약 연구에 중국적인 연구사례를 추가할 수 있으리라 판단된다.

기존 연구에 따르면, 금융제약은 중소기업에 두드러지게 나타나는 정보비대칭성으로 인하여 기업규모에 따른 금융제약(size bias)이 존재하는 것으로 알려져 있다(Stiglitz and Weiss[1981]). 개발도상국과 선진국을 포함한 국가별 분석에서도 중소기업의 경영 및 성장에 있어서 금융제약이 가장 주요한 제약으로 나타나고 있다(Hallberg[2001]; Ayyagari, Demirgüç-Kunt and Maksimovic[2006]; Beck[2007]). 따라서 중국 기업의 금융제약을 고찰하기 위해서는 먼저 중소기업의 자금난의 존재 여부와 그 전개양상을 살펴보는 것이 필요하다. 이러한 맥락에서 중소기업이 제도권 금융기관으로부터 자금을 조달하는 데 제약이 존재한다면 이를 보완하기 위한 사금융의 역할에 대한 고찰도 필요할 수 있다. 또한 금융시장에서 중국적 특수성을 고려할 때, 기업 소유형태에 따른 자금난의 가능성(ownership bias), 지역별로 상이한 자금조달상황(regional bias) 등에 대한 분석 또한 중국의 기업금융을 이해하는 데 필요한 부분이다.

따라서 본 연구는 ‘기업규모, 소유권 및 지역별 차이 등이 기업의 금융제약을 설명하는 유의한 결정요인인가?’를 핵심적 질문으로 하여 중국 기업의 자금조달 행태를 살펴보고자 한다. 자금의 수요자인 기업의 입장에서 자금조달 현황을 분석하는 것은 미시적 데이터의 구축을 필요로 한다. 특히 중국과 같이 개별 중소기업에 대한 공개된 자료 획득이 매우 제한적인 경우에는 중국 기업에 대한 설문조사를 통하여 기업데이터베이스를 구축하는 것이 한 가지 방법일 것이다. 본 연구에서는 소득수준과 지역 특수성을 반영하여 저장성(浙江省), 랴오닝성(遼寧省), 산시성(陕西省) 등 소득수준과 산업 현황에서 확연히 차이가 나는 3개 성(省)에 소재한 기업을 대상으로 자금조달 행태에 관한 설문조사를 실시한 후 실증분석을 시도하였다.

본 장의 구성은 다음과 같다. 제2절에서는 중국의 기업금융 현황을 살펴본다. 기업금융에 결정적인 영향을 미치는 정책환경의 변화와 이에 따른 기업금융환경의 변화를 소개한다. 또한 본 연구의 가설 정립과 관련이 있는 중국 기업금융에 대한 주요 연구를 정리한다. 제3절에서는 설문조사의 설계 및 주요 결과를 개괄적으로 설명한다. 제4절에서는 본 연구의 주요 가설을 중심으로 한 실증분석의 결과를 소개한다. 제5절에서는 정책적 함의를 정리한 후 결론을 맺는다.

제2절 중국 기업금융 현황

1. 금융환경의 변화 추이

2008년 글로벌 금융위기를 기점으로 하여 중국의 금융정책기조가 변화된 것으로 파악된다. 즉, 2008년 이전의 긴축정책기조에서 2008년 금융위기에 대응하기 위하여 확장적인 금융정책으로 전환하였으며, 이에 따라 기업의 자금상황 및 조달 행태가 크게 영향을 받았으리라 판단된다.

대출 증가율의 추이를 살펴보면 2006~08년 기간 동안 기업대출은 연평균 12.3%, 금융기관 대출총액은 연평균 16.0%가 증가하였다. 2009년 한 해에만 기업대출은 30.0%, 금융기관 대출총액은 40.6% 증가하여 2009년 이후 매우 확장적인 신용정책이 실시되었음을 알 수 있다.[1]

주목할 점은 2006~08년 기간 동안 소형기업의 대출비중이 감소하였으며 중형 및 대형 기업의 경우 대출비중이 증가하는 추세를 나타낸 반면, 2008년 이후에는 반대로 소형기업의 대출비중은 증가하고 중형 및 대형 기업의 대출비중은 감소하였다는 사실이다.[2] 즉, 글로벌 금융위기에 대응하여 중국

---

1 중국은 2010년 1월 지급준비율 인상을 기점으로 하여 긴축정책으로의 정책기조 변화가 나타나기 시작한다.

2 소형기업은 종업원 300인 미만이거나 매출액 3,000만위안 미만 또는 자산총액 4,000만위안 미만의 기업이다. 중형기업은 종업원 수 300인 이상부터 2,000인 미만이거나 매출액 3,000만위안 이상부터 300,000만위안 미만 또는 자산총액 4,000만위안 이상부터

〈표 6-1〉 금융기관의 중소기업대출

(단위: 조위안, %)

		기업대출 비중				
		2006	2007	2008	2009	2010
소형기업	대출잔액	3.66	4.16	4.4	5.8	7.55
	대출비중	23.0%	22.5%	21.1%	22.2%	24.3%
중형기업	대출잔액	5.20	6.02	7.0	8.9	10.13
	대출비중	32.6%	32.5%	33.4%	34.1%	32.6%
대형기업	대출잔액	7.08	8.35	9.5	11.4	13.42
	대출비중	44.4%	45.1%	45.5%	43.7%	43.2%
기업대출 총액		15.94	18.53	20.9	26.1	31.1
금융기관 대출총액		22.53	26.16	30.3	42.6	50.6

주: 2006~07년은 『중국금융연감』에서 발췌, 2008년 이후는 중국인민은행의 공보에서 발췌함. 각 수치에서 약간의 차이는 있으나 추세에는 변화가 없음.
자료: 중국인민은행 공보, 각호; 『중국금융연감』, 2009, p.628.

정부는 대출확대정책을 실시하는 동시에 적극적인 중소기업 금융정책을 실시하였는데, 이러한 정책기조의 변화에 따라 중소기업의 자금상황이 상당히 개선되었을 가능성이 있다(표 6-1 참조).

이는 중국 기업이 규모별로 다른 금융환경에 처해 있다는 점을 시사하고 있다. 중국 기업의 가장 큰 어려움으로 지목되고 있는 자금난 또한 주로 중소기업에 집중되어 나타나고 있다. 그런데 중국의 경우 중소기업 자금난의 주요 원인인 비대칭정보문제에 부가하여 대형 국유상업은행 위주의 금융기관 등 중국 특유의 금융시장 구조에도 주목할 필요가 있다. 즉, 은행권에서 높은 비중을 차지하는 소수의 국유상업은행이 주로 대형기업 및 국유기업에 대출을 우선함에 따라 중소기업은 은행대출에 있어서 차별적인 대우를 받고 있다고 할 수 있다. 예를 들어 2008년 말 기준 중소기업의 GDP 비중은 58.5%, 고용비중은 75% 정도인데 대부분의 은행에 있어 기업대출 중에서 중소기업의 대출비중은 50% 미만인 것으로 알려져 있다. 특히 대형 국유상업은행이 소형기업에 대하여 상대적으로 더욱 차별적인 대출업무를 하는 것

400,000만위안 미만의 기업이다. 기업의 규모별 분류에 관한 자세한 내용은 강동수・이준엽(2009)을 참조하라.

으로 보인다(표 6-2, 표 6-3 참조).[3]

중국 중소기업의 자금난 문제는 기존 연구에서 확인되는데, 주목할 만한 점은 그 자금난의 정도가 심각하다는 사실이다. 예를 들어 梁冰(2005)은 2003년 중국 6개 도시 소재 850개의 중소기업 융자환경 조사에서 65.75%의 기업이 자금난을 겪는 것으로 조사하였다. 翁振榮(2007)의 연구에서는 2007년 저장성 지아싱시(浙江省 嘉興市)의 377개 중소기업 설문조사를 통하여 조사대상 기업 중 72.49%의 기업에서 자금난이 존재하며, 특히 소형기업의 경우 83.93%의 기업에 자금난이 존재하는 것으로 나타나 소형기업의 자금난 문제가 상대적으로 심각한 것으로 보고하였다. 2008년 인민은행 천진지점이 실시한 10,097개 기업의 설문조사 결과에 의하면[4] 허베이성(河北省) 중소기업의 자금수요는 1,287.4억위안인 반면 실제 자금조달액은 961.5억위안에 그쳐, 수요 대비 자금 부족 비중이 25.3%에 달한다고 조사되었다. 이와 같은 중소기업 자금난을 중국 중소기업금융의 최고위 정책당국인 工業信息部 중소기업국의 부국장 디나(狄娜)는 다음과 같이 표현하였다. "2010년 현재 규모 이상 공업기업[5] 중 대형기업의 대출만족도는 100%, 중형기업은 90%, 소형기업 20%이며 그 밖에 규모 이하 공업기업의 대출만족도는 5% 미만이다."[6][7]

중국정부의 중소기업정책은 2000년대 이후 입안·실시되었지만 중소기업의 자금난 문제를 본격적으로 다루기 시작한 것은 2008년 글로벌 금융위기 이후부터이다. 2002년 이후 후진타오 정부는 '조화로운 사회건설'을 국정목표로 제시한다. 이를 위하여 민생정책이 강조되었는데, 중소기업이 민생의

---

3 최근 중국정부의 적극적인 중소기업 금융정책으로 은행권의 중소기업 차별적인 대출행태는 획기적으로 개선된 것으로 나타난다. 예를 들어 2010년 대형기업에 대한 신규대출 증가율은 13.3%인 데 반하여 소형기업의 신규대출 증가율은 29.3%로 나타났다(중국인민은행 공보).

4 樊勇, 「對晋冀蒙10市万戶中小企業融資及經營情況的調查」, 『湖北金融』, 2009年 12月, pp.58~59.

5 규모 이상 공업기업은 소유권 형태에 관계없이 주영업부문의 매출이 500만위안 이상인 공업기업이다.

6 工信部 狄娜 부국장, '2010년 8월 KDI와 국무원발전연구중심(DRC)의 중소기업 금융정책 세미나'.

7 대출만족도는 기업의 대출수요금액 대비 실제 대출금액 간의 비율이다.

〈표 6-2〉 2008년 현재 금융기관별 중소기업대출 현황

(단위: 억위안, %)

	중소기업 대출잔액(억위안)	은행권에서의 자산비중(%)	중소기업대출/ 기업대출(%)
전체 은행	103,106	100.00	53.06
대형 상업은행[1]	42,519	51.03	45.07
주식제 상업은행[2]	15,897	14.12	49.83
도시상업은행[3]	10,121	6.62	71.16
농촌합작금융기관[4]	15,669	11.45	94.30

주: 1) 중국공상은행, 중국농업은행, 중국은행, 중국건설은행, 교통은행.
2) 中信銀行, 中國光大銀行, 華夏銀行, 廣東發展銀行, 深圳發展銀行, 招商銀行, 上海浦東發展銀行, 興業銀行, 中國民生銀行, 恒豊銀行, 浙商銀行, 渤海銀行.
3) 143개 도시상업은행.
4) 농촌신용사, 농촌상업은행, 농촌합작은행.
자료: 중국 은행관리감독위원회 연도 보고서(2008), p.54, 강동수・이준엽(2010)에서 재인용.

〈표 6-3〉 2008년 현재 중소기업대출에서 금융기관이 차지하는 비중

(단위: %)

	자산규모[1]	중소기업대출[2]	소형기업[3]
국유상업은행	51.0	36.8	6.6
주식제 상업은행	14.1	20.1	10.3
농촌합작금융기관	1.6	16.3	32.6
정책성은행	9.0	13.9	17.2
도시상업은행	6.6	10.0	23.6
외자은행	2.1	2.1	20.1
우정저축은행	3.5	0.6	6.1
도시신용합작사	0.1	0.3	32.7
합 계	100.0	100.0	

주: 1) 은행업 금융기관 자산총액에서 차지하는 비중.
2) 각 금융기관이 중소기업대출에서 차지하는 비중.
3) 개별 금융기관의 대출총액에서 소형기업대출이 차지하는 비중.
자료: 「2008년 중소기업대출조사보고」, 『중국통계연감』, 2009, p.629, 강동수・이준엽(2010)에서 재인용.

기초를 형성하고 있다는 점에서 중소기업정책은 후진타오 정부 이후의 핵심적 정책과제라고 할 수 있다. 이러한 정책기조하에서 2003년에 중소기업 지원체제에 법적인 지위를 부여하는 「중소기업촉진법」이 발효된다. 2005년에

는 비공유제 기업의 발전을 위한 「非公36條」를 발표하는데, 동 문건에서는 도농격차의 축소, 고용증대, 小康社會의 건설, 비국유부문의 발전을 통한 민생문제의 해결이 중소기업 및 민영기업 정책지원의 궁극적 목표임을 명확히 하고 있다.[8]

중소기업 지원정책은 2008년 하반기의 글로벌 금융위기 이후 더욱 적극적으로 추진되는데, 이는 금융위기로 인한 경제침체의 타격을 가장 크게 받은 경제주체가 중소기업이기 때문이다. 중국 정책당국자의 경제 관련 최상위 전략회의인 2009년 '중앙경제공작회의(中央經濟工作會議)'에서는 중소기업 지원 확대를 2010년의 최우선 과제로 설정하였다. 또한 2010년 10월, 17차 5중전회(5中全會)에서 심의된 제12차 5개년계획에서는 "민생의 보장과 개선이 경제발전방식 전환의 출발점인 동시에 종착점이 되어야 함"을 강조하면서 중소기업정책의 의의를 다시 강조하였다.[9]

한편, 금융정책의 측면에서는 중소기업의 경영상 가장 어려운 문제가 자금난이라는 인식 아래 2008년의 경기침체상황에 대응하여 중소기업 자금난 해소를 위한 다양한 금융정책을 실시하였다. 이 시기의 금융정책은 상당히 강제적인 행정명령이 동원되었다는 점에서 과거의 정책과 구별된다고 할 수 있다. 그 주요 내용을 살펴보면 첫째, 2009년 이후 모든 시중은행에 중소기업대출을 전담하는 조직을 설립토록 강제하였다. 둘째, 중소기업 금융에 적합한 중소 금융기관의 설립을 장려하였다.[10] 셋째, 강제적인 중소기업 금융지원 확대정책이 실시되었다. 그 대표적인 정책은 2009년 은행감독관리위원회의 '2개의 최저대출요구(兩个不低于)'로서, 모든 금융기관은 중소기업대출 증가율이 전체 대출 증가율보다 낮을 수 없으며 중소기업대출 증가율이 전년대비 감소할 수 없다는 두 가지 요구조건을 강제적으로 실시토록 하였다.

---

8 자세한 내용은 강동수・이준엽(2010)을 참고하라.

9 「中國共産党第十七届中央委員會第五次全体會議公報」, 新華社, 2010年 10月 18日.

10 이에 따라 2009년 전국적으로 촌진은행(村鎭銀行) 148개, 소액대출공사(小額貸款公司) 1,334개가 설립되는 등 대출공사(貸款公司), 농촌자금사(農村資金社) 등 중소 금융기관이 적극적으로 설립되었다.

2. 선행연구

중소기업금융의 규모제약, 지역제약 및 사금융의 역할 등을 중심으로 기존 연구를 살펴보면 다음과 같다. 중소기업에 불리한 자금제약이 존재하는 원인에 대해서는 신용할당이론이 주로 제시된다. 즉, 정보비대칭성하에서는 중소기업에 불리한 신용할당이 이루어져, 대형은행은 담보가 풍부하고 대출규모가 큰 대기업에 집중하는 경향이 있다(Stiglitz and Weiss[1981]). 대형은행일수록 중소기업대출 비중이 작다는 연구 결과를 고려하면(Strahan and Weston[1996]), 대형 국유은행들이 금융시장에서 독점적 지위를 유지하고 있는 중국에서는 중소기업의 자금조달상 어려움이 클 수 있다고 하겠다. 실제로 Anderson(2006)은 중국의 국유은행들이 사영기업에 대하여 차별적인 대우를 하기보다 국유 소형기업을 포함한 소형기업에 대하여 차별적인 금융을 제공한다고 주장하였다. 대형 사영기업에 대해서는 고객유치를 위한 치열한 경쟁을 벌이고 있기 때문에, 기업의 소유권 형태보다는 기업규모가 금융기관으로부터의 자금획득에 보다 결정적인 역할을 한다는 점에서 규모제약을 지지하고 있다. Ayyagari, Demirgüç-Kunt and Maksimovic(2008)에 따르면 중국 직접금융시장의 발달 정도가 낮기 때문에 대형기업들이 은행을 통한 융자를 선호하게 되는데, 그 결과 간접금융시장에서 중소형 기업이 구축된다고 한다.

지역별로 상이한 중소기업의 자금조달 패턴도 흥미로운 중국적 특색이라고 할 수 있다. 중소기업 금융환경의 지역적 차이가 발생하는 것은 지역별로 경제 및 정책적 환경이 상이하기 때문이다. Ayyagari *et al.*(2008)은 은행감독체계가 잘 갖추어지지 않은 중국에서 각 은행들은 지점별로 매우 분산화된 의사결정구조를 가지고 있기 때문에, 비록 중앙의 본점 혹은 중앙정부 차원의 은행감독기관이 중앙집권적인 결정을 내린다 하더라도 이의 실행과정에서 다분히 지역적으로 왜곡된 의사결정이 이루어질 가능성이 있다고 주장하였다. 실제로 이들이 5개 지역(동북, 동부연안, 중부, 서남, 서북)의 18개 도시에 소재하는 약 2,400개 중소기업을 대상으로 한 설문조사에 따르면, 자금조달에 있어서 지역적 격차가 명확히 존재하는 것으로 나타난다. 그

러나 이들의 연구에서는 자금조달의 지역 격차를 소득수준별로 정형화하기는 어렵다고 하였다. 예를 들어 소득수준이 낮은 서남부 지역의 은행 이용 정도가 가장 높은데, 이에 대한 충분한 설명이 부족하다는 점에서 추가적인 연구의 필요성이 제기된다.

중소기업이 공금융을 통한 자금조달이 상대적으로 어렵다는 점을 고려하면 공금융의 대안으로서 사금융(informal finance)의 역할이 부각된다. 일반적으로 사금융은 재무제표 이외의 연성정보(soft information)의 획득이 가능하고(Berger and Udell[2002]), 탄력적이고 간편한 대출절차로 거래비용이 감소한다(Schreiner[2000])는 점에서 공금융을 보완하는 기능을 하는 것으로 알려지고 있다. 같은 맥락에서 林毅夫・孫希芳(2005)은 중소기업이 사금융을 이용하는 것은 사금융이 중소기업의 연성정보(soft information) 획득에 있어서 공금융에 비하여 비교우위가 있기 때문이라고 분석한다. 특히 중국의 금융시장에서는 연성정보 획득이 어려울 뿐만 아니라 공금융의 국유기업 우선적 대출 경향 및 금융개혁과정에서 강화된 금융감독에 따른 대출담당자의 리스크 회피 경향으로 인하여 중소기업의 대출을 더욱 어렵게 한다. 사금융은 이러한 시장실패를 보완하는 역할을 하며, 특히 사금융의 효율적인 운영시스템은 유동자금의 신속한 조달을 필요로 하는 중소기업에 있어서 공금융에 비하여 우월한 제도가 될 수 있다(虞群娥・李愛喜[2007]).

제3절 중국 기업의 금융행태에 대한 설문조사

1. 설문조사의 설계

본 연구의 설문조사는 2010년 8~9월 저장성 소재의 360개 기업과 2011년 3월 랴오닝성 233개 및 산시성 200개 기업에 대하여 실시되었다. 설문대상 지역을 저장성, 랴오닝성, 산시성으로 선정한 것은 지역별 소득수준을 고려한 결과이다. 2009년 1인당 GDP는 저장성 42,214위안, 랴오닝성 31,259위안, 산시성 18,246위안으로 대략 중국 31개 성(省) 중에서 상, 중, 하의 소득

수준을 보이는 지역이라고 하겠다.

대상지역을 선정하는 데 있어서 지역별 경제특성도 고려하였다. 저장성은 사금융이 가장 발달한 지역으로 알려져 있으며, 중국 내에서 사영기업을 중심으로 중소기업이 가장 발달한 지역이다. 특히 저장성은 '원저우(溫州)형 경제발전모형'으로 알려져 있는데 이는 1개 상품에 특화한 지역별 집적생산과 사금융을 적극적으로 이용하여 초기 성장과정에서의 금융제약을 극복하는 성장모형이다.[11] 랴오닝성은 자본집약형의 중후장대형 산업, 국유기업 위주의 산업구조 등으로 인하여 개혁·개방 이후 상당 기간 동안 낙후된 발전양상을 보였으나, 2000년대 들어 '동북 3성 진흥계획'의 중심지역으로서 IT, 물류 등 첨단산업의 도약을 준비하고 있다. 산시성은 서부 지역에 위치, 저소득 지역에 속하지만 1990년대 중반 이후 '서부 대개발'의 전초기지로서 역할하고 있다.

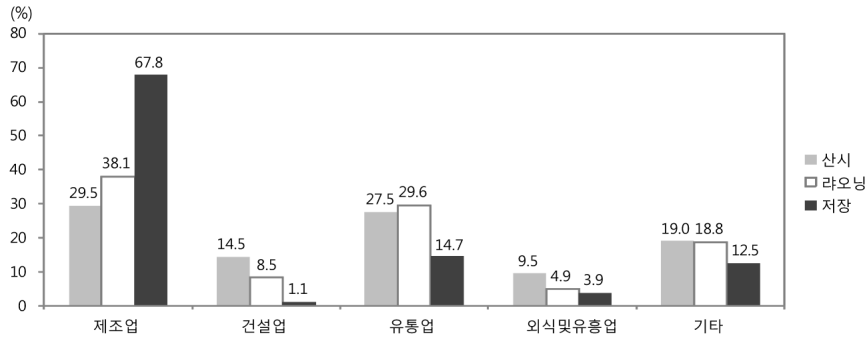
설문은 다음 몇 가지 범주의 내용으로 구성되어 있다.

① 기업 현황: 업종, 기업규모, 자본금 구성, 기업소유제, 기업소재지, 기업경영자, 매출증가율, 수출비중, 업력 등
② 융자 현황: 자금상황 평가, 자금난의 원인, 자금조달 방법 등
③ 부채 현황: 자산부채율, 채권자, 금융기관 대출신청 현황, 대출 어려움 평가, 유형별 대출이자율, 대출난의 원인, 대출담당자와 접촉 정도 등
④ 사금융 이용 현황: 사금융 이용경험, 이용시기, 이자율 등
⑤ 신용보증 현황: 신용평가 경험, 신용보증대출 경험, 신용보증대출의 이유

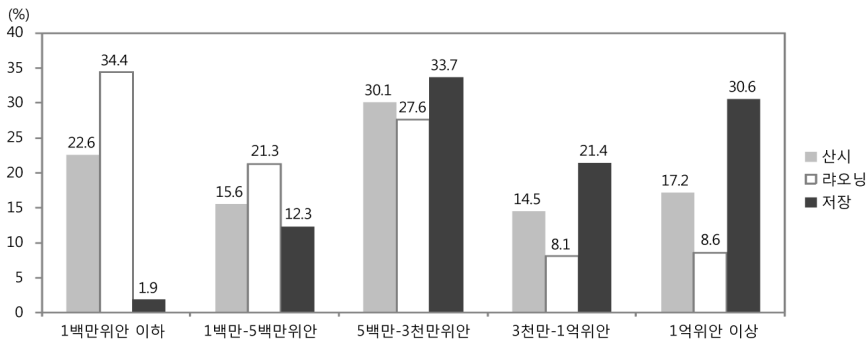
설문대상 기업은 해당 지역의 전 기업에 대하여 무작위 샘플링을 통해 선정하였다. 기업 현황을 살펴보면 업종에 있어서는 제조업, 유통업 기업이 주요 설문대상 기업이며(그림 6-1), 기업규모에 있어서는 대부분 중소기업이 설문대상 기업임을 알 수 있다(그림 6-2). 매출액 기준으로 중국의 중소기업

11 원저우(溫州)형 경제발전모형에 대해서는 Huang, Zhang and Zhu(2007)와 Ruan and Zhang(2008)을 참고하라.

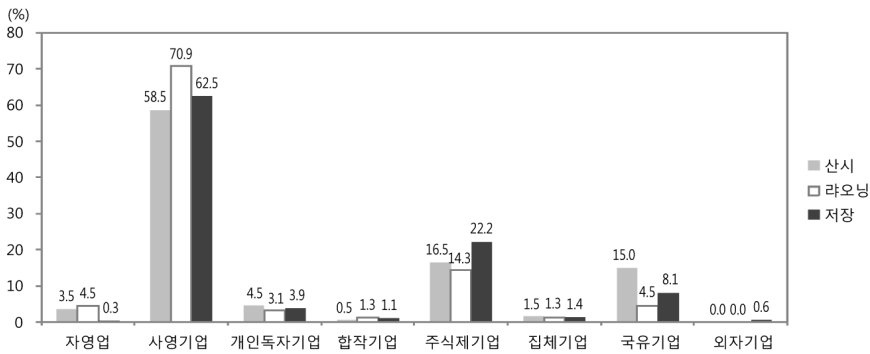
[그림 6-1] 설문대상 기업의 업종



[그림 6-2] 설문대상 기업의 자산규모



[그림 6-3] 설문대상 기업의 소유권 형태



분류에 의하면 소형기업은 3,000만위안 미만, 중형기업은 3,000만위안 이상부터 3억위안 미만의 기업인데, 저장성의 경우 무작위 샘플링의 결과 상대적으로 중형기업의 비중이 높음을 알 수 있다. 소유권 형태에 있어서는 사영기업의 비중이 압도적으로 높게 나타나서 중소기업의 소유권 형태는 사영기업이 주류를 형성하고 있음을 알 수 있다.

2. 주요 설문조사 결과

설문조사의 결과를 바탕으로 개괄적인 기업의 자금조달 패턴을 살펴보면 다음과 같다.

먼저 기존 설문조사와 비교하여 자금조달의 패턴은 유사하게 나타나는 것으로 파악된다. 즉, 개별 기업의 자금조달 원천에서 공금융을 통한 자금조달은 상대적으로 낮은 비중을 차지하며, 기업내부 조달이 가장 주요한 자금조달방식으로 나타난다. 예를 들어 창업자금의 조달에 있어서 개인자금이 압도적으로 높은 비중을 차지하며, 금융기관을 통한 자금조달은 대략 20% 미만인 것을 알 수 있다(그림 6-6 참고). 현재 자금조달방식에 있어서도 지역에 따라 차이가 있지만 대략 30% 미만의 기업만이 금융기관을 주요한 자금조달 출처로 답변하였다(그림 6-7 참고). 이는 Ayyagari *et al.*(2008), Allen *et al.*(2005) 등의 설문조사 결과와도 일치한다. 이들의 연구에 의하면, 중국 기업의 자금조달은 대략 금융기관 20%, 자기조달 80%로 조사되었다. 2008년 중국인민은행 조사에서도 중국 중소기업의 일반적인 자금조달방식은 자기자금이 60.0%, 은행대출이 20.0%를 차지한다(표 6-4 참고).

둘째, 자금난의 지역 격차이다. 소득수준이 낮은 지역에 소재한 기업일수록 평균적으로 자금상황이 어렵다는 것이 관찰되었다. [그림 6-4]에서와 같이 자금문제가 없는 기업의 비중이 저장성, 랴오닝성, 산시성의 순서로 높게 나타난다는 점에서도 자금상황의 지역 격차를 확인할 수 있다. 또한 상술한 바와 같이 공금융의 제한적인 역할은 모든 지역에서 나타나지만, 상대적으로 소득수준이 높은 저장성의 경우 은행 등 금융기관을 통한 자금조달이 상대적으로 용이한 것으로 나타난다(그림 6-7 참고). 소득수준이 높은 저장성

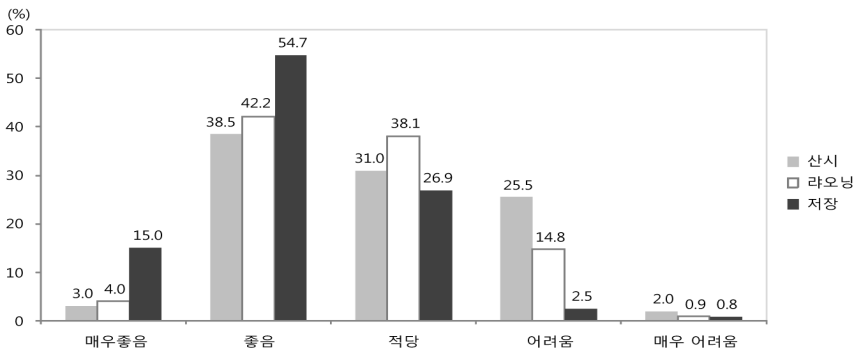
〈표 6-4〉 중국 중소기업의 자금조달 비중

(단위: %)

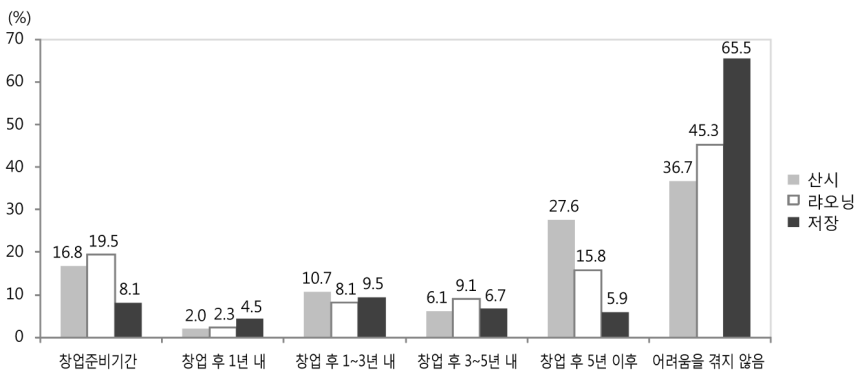
	설문연도	자기조달	금융기관	주식발행	사금융	채권발행	기타
중국 전체[1)]	2002	63.82	20.37	12.39	1.84	–	–
저장성 원저우[2)]	2005	58.97	30.12	–	10.91	–	–
중국 전체[3)]	2008	60.0	20.0	0.6	–	0.3	19.1
간쑤성[3)]	2008	42.2	56.0	–	–	1.80	–
윈난성[4)]	2009	45.86	43.95	–	10.19	–	–

자료: 1) Ayyagari *et al.*(2008).
2) 張震宇・張彤華・嚴海株, 「溫州民間流動性資本對銀行信貸影響研究」, 『浙江金融』, 2006年 第2期.
3) 中國人民銀行調查統計司, 『金融統計分析報告』, 中國金融出版社, 2009년 6월, p.264, p.267.
4) 응답기업 수 비중. 張强・王駿暘・張立明, 「云南省中小企業發展問題研究」, 『云南財經大學學報』, 第24卷 第6期, 2009, pp.69~74.

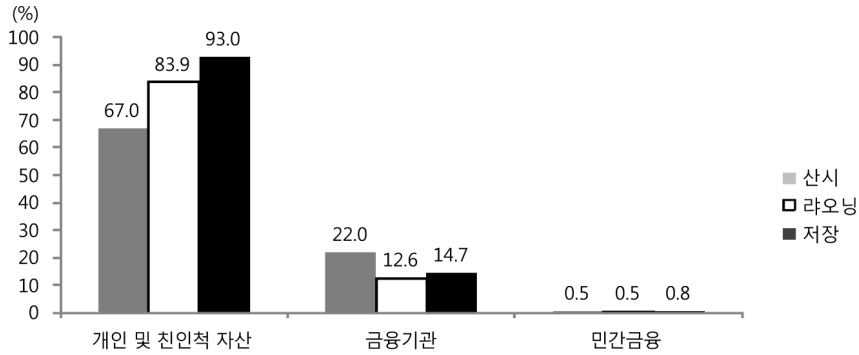
[그림 6-4] 현재 자금상황



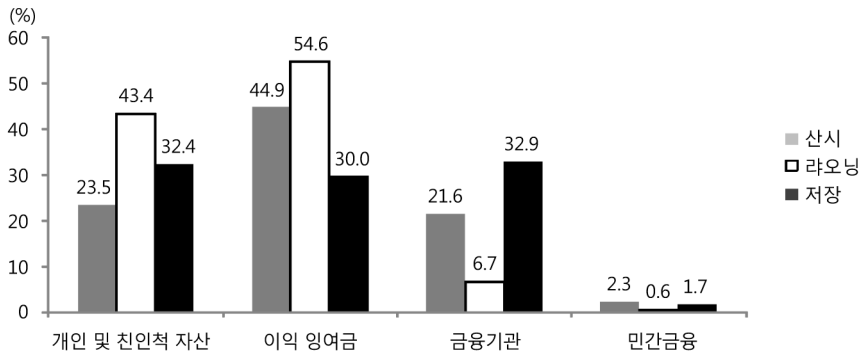
[그림 6-5] 자금문제로 어려움을 겪은 시기



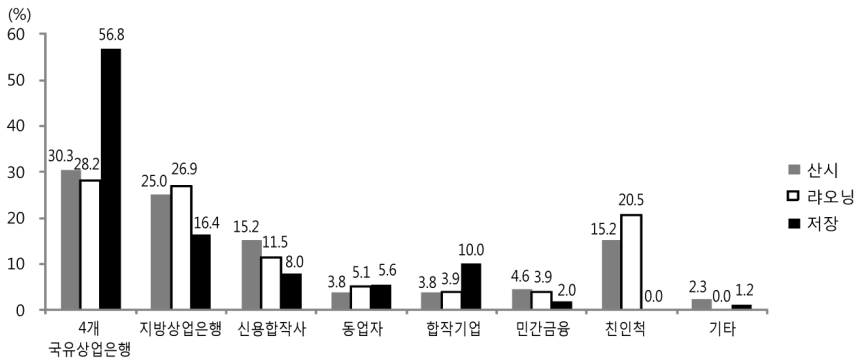
[그림 6-6] 창업자금의 주요 출처



[그림 6-7] 현재 자금조달의 주요 출처



[그림 6-8] 현재 대외채무의 출처



주: '현재 채무의 가장 중요한 출처는?'에 대한 답변을 복수 응답을 포함하여 정리함.

지역의 경우 현재 채무 중에서 4대 국유상업은행 등 공금융을 통한 자금조달의 비중이 높다는 측면에서도 자금조달의 지역 격차가 확인된다. 이는 章家清·沈才胜(2008)이 2007년 장쑤성(江蘇省) 145개 중소기업의 설문조사 결과, 소득수준이 높은 지역에서 은행대출의 이용 정도가 높다는 결과와 일치한다.

셋째, 자금난의 완화 가능성이다. 이는 기존의 설문조사 결과와 상당히 구별되는 내용이다. 기존의 설문조사와는 달리 본 설문조사의 결과, 자금난에 처한 기업의 비중이 상당히 낮게 나타나는 점이 특징적이다. 대부분 기존의 연구에서 60% 이상의 기업이 자금난이 있다고 보고된 것과 비교하여(梁冰[2005]; 翁振榮[2007]; 樊勇[2009]),[12] 산시성의 경우 27.5%, 랴오닝성 15.7%, 저장성의 경우 3.3%의 기업만이 현재 자금상황이 어렵거나 혹은 매우 어렵다고 답하고 있다(그림 6-4 참고). 이와 같은 결과는 최근 중국정부가 확장적 신용정책을 실시한 결과, 중소기업에도 금융지원이 대폭 확대되었음을 시사한다.

지역별 자금조달상황의 차이는 대출 현황에 대한 설문조사 결과에서도 확인된다(표 6-5 참고). 대출신청에 성공한 기업 중에서 "대출신청이 용이하였는가?"에 대한 답변에서 저장성 기업의 경우 94.6%의 기업이 용이하다고 답한 반면, 랴오닝성의 경우 74.5%, 산시성의 경우 53.9%의 기업만이 용이하였다고 답하였다.

대출신청 성공확률이 지역별로 75~97.6%로 상당히 높게 나타났다. 이는 Ayyagari *et al.*(2008)의 설문조사에서 2002년 1,666개 사영기업 중에서 933개 기업(56.0%)이 대출을 신청한 경험이 없고, 대출신청 경험이 있는 733개 기업에서 154개 기업(21.0%)만이 대출신청이 거절되었다는 설문 결과와 어느 정도 부합한다.

---

12 梁冰(2005)은 2003년 중국 6개 도시의 850개 중소기업 융자환경 조사에서 65.75%의 기업이 자금난이 있다고 답하였다. 翁振榮(2007)은 2007년 절강성 가흥시 377개 중소기업 설문조사에서 72.49%의 기업에 자금난이 존재하며 소규모 기업의 경우 83.93%의 기업이 자금난이 존재한다고 답하였다. 樊勇(2009)은 2008년 인민은행 천진지점 10,097개 기업 설문조사 결과에 따르면, 관할지역인 하북성의 중소기업 자금수요는 1,287.4억위안인 데 반해 실제 조달금액은 961.5억위안으로 자금부족이 25.3%에 달한다.

〈표 6-5〉 지역별 대출신청 현황

(단위: 개, %)

		산시성	랴오닝성	저장성
대출신청 경험 있음	기업 수	102	68	214
	비중	51.0%	30.5%	59.4%
대출신청 성공 (대출신청 경험이 있는 기업 중에서)	기업 수	89	51	203
	비중	87.3%	75.0%	97.6%
대출 용이 (대출신청이 성공한 기업 중에서)	기업 수	38	48	192
	비중	53.9%	74.5%	94.6%
전체 기업 수		200	223	360

자료: 설문조사 결과를 재정리함.

한편, 공금융의 역할이 상당히 제한적인 상황에서 대출 성공확률이 높게 나타나는 원인은 대출신청 기업은 매우 복잡한 대출신청 절차로부터 오는 높은 비효율을 감안할 때, 이미 대출성공에 필요한 조건을 상당 정도 구비한 기업만이 신청하기 때문(selection bias)인 것으로 추측된다.[13]

그런데 본 연구의 설문에서 대출신청 경험이 있는 기업이 지역별로 대략 30~60% 정도로 비교적 낮게 나타난다. 이는 徐志明(2009)의 2009년 538개 장쑤성(江蘇省) 기업의 설문조사에 의하면, 금융기관 대출신청 경험이 없는 기업이 21.19%에 불과하다고 한 점과 상당한 차이가 있다(표 6-6 참고).

13 공금융의 복잡한 대출수속은 中國工商聯課題組(2010)의 서베이에서 확인되는데, 예를 들어 중소기업은 평균 30개의 대출 관련 서류를 제출하고 6~7개월의 시간을 소요하며 대출신청액 500만위안 중에서 300만위안만이 대출허가를 받는 등 공금융의 대출과정이 매우 복잡하고 경직적이다.

〈표 6-6〉 장쑤성(江蘇省) 중소기업의 2008~09년 은행, 신용사 대출신청 현황

(단위: 개, %)

		張家港市		宿遷市		합 계	
		기업 수	비중(%)	기업 수	비중(%)	기업 수	비중(%)
대출신청 경험 없음		61	20.33	53	22.27	114	21.19
대출신청 경험 있음	대출 실패	30	10.00	54	22.69	84	15.61
	대출 성공	195	65.00	129	54.20	324	60.22
무응답		14	4.67	2	0.84	16	2.97
합 계		300	100.0	238	100.0	538	100.0

자료: 徐志明(2009).

제4절 설문조사를 이용한 실증분석

1. 가설의 수립

중국 기업의 자금조달상황을 실증적으로 분석하기 위하여, 먼저 다음과 같은 귀무가설을 설정하였다.

H1. 기업의 자금상황은 규모와 무관하다.
H2. 소유구조는 기업의 자금상황과 무관하다.
H3. 성별로 기업자금상황은 유의한 차이가 없다.
H4. 기업별로 사금융의 이용패턴이 유사하다.

2. 방법론

본 연구의 설문조사 질문은 정성적인 질문과 정량적인 질문으로 구분할 수 있다. 정성적인 질문에 대한 대답은 절대적인 수치가 아니라 상대적인 정도로 응답할 수밖에 없다. 정량적인 질문의 경우에도 설문의 편의상 정확한 수치보다는 범위를 선택하는 방법을 선택하였다.[14] 이러한 설문조사의

14 예를 들어 기업의 자산규모에 대한 설문에서 ① 100만위안 이하, ② 100만~500만위안

특성상 가설검증을 위한 분석방법론으로 서수형 다변량로짓모형(ordered logit model)을 선택하였다. 다변량로짓모형(multinomial logit model)이 종속변수가 두 가지의 결과를 갖는 범주형 회귀분석인 로짓모형을 일반화한 분석틀인 데 비하여, 서수형 다변량로짓모형은 종속변수가 두 가지 이상의 결과를 보이되 그 결과치에 유의미한 순서가 존재할 때 사용하는 방법론이다.

본 절에서 사용된 회귀식(ordered logistic regression)은 다음과 같다.

$$\Pr(y_j = i) = \Pr(cut_{i-1} < \sum_{m=1}^{N} \beta_m \chi_{im} + U_j < cut_i) \quad (1)$$

종속변수인 설문조사 결과 y_j가 i번째 응답일 확률은 설명변수 $\{\chi_m\}_{m-1}^{N}$으로 추정된 선형함수와 오차항의 합이 차단점 cut_{i-1}와 cut_i 사이에 존재할 확률이다. 이때 오차항은 서수형 로짓상의 로짓분포를 따르는 것으로 정의된다. 그리고 본 분석에서는 설명변수와 오차항과의 상관성에 대하여 동일한 산업에 속한 기업 간에는 서로 상관관계가 있으나, 서로 다른 산업에 속한 기업에 있어서는 독립적이라는 가정을 추가하였다. 이는 기업의 투자기회를 통제하기 위하여 일종의 산업별 고정효과를 분리하기 위함이다.[15]

회귀식 (1)에서 종속변수(y_j)로 사용된 변수가 〈표 6-7〉에 요약되어 있다. 사금융 이용경험 유무를 제외한 각각의 종속변수는 4~5가지의 응답으로 구분되어 있고 응답은 일정한 순서를 보이고 있다. 예를 들어 현재의 자금상황에 대한 응답은 ① 매우 어려움, ② 어려움, ③ 적당, ④ 좋음, ⑤ 매우 좋음 등의 변숫값이 커질수록 자금상황이 양호함을 의미한다. 따라서 서수형 다변량로짓모형을 적용하기에 적당한 종속변수라고 할 수 있다. 〈표 6-7〉의

미만, ③ 500만~1,000만위안 미만, …… ⑩ 40,000만위안 이상에서 선택하도록 하였다.

15 산업별 클러스터를 가정한 것은 기업의 재무적 상황 및 재무전략에 있어서 산업별로 기업의 투자기회가 상이할 수 있음을 고려한 것이다. 이미 산업별 더미를 설명변수에 추가하여 산업별 영향을 반영하고 있으나 설명변수와 오차항과의 상관관계를 산업별로 차별화함으로써 산업별 고유의 특성이 재무변수에 미치는 영향을 살펴보았다. 본 보고서에서 결과를 생략하였으나, 설명변수와 오차항 간의 상관관계에 대한 다양한 가정, 즉 상호 상관성의 유무에 관계없이 회귀분석 결과의 유의성은 유사하게 나타났다. 산업별 클러스터효과를 감안할 경우 전반적으로 계수의 표준오차가 작아지면서 유의성이 높아진다. 산업별 클러스터의 가정을 제안해 주신 익명의 심사자에게 감사를 표한다.

〈표 6-7〉 회귀분석에 사용된 종속변수

변수명	설 명	정 의	결 과
fin_cond	현재 자금상황 체감	① 매우 어려움 ② 어려움 ③ 적당 ④ 좋음 ⑤ 매우 좋음	〈표 6-9〉
liq_cond	유동자금 조달 체감	① 큰 어려움을 겪음 ② 어려움을 겪음 ③ 겪지 않음 ④ 전혀 어렵지 않았음	〈표 6-10〉
asset_debt	자산부채비율	① 0% ② 0.1~19.9% ③ 20~39.9% ④ 40~59.9% ⑤ 60% 이상	〈표 6-11〉
bankloan_diff	은행대출 난이도	① 매우 어려움 ② 비교적 어려움 ③ 보통 ④ 비교적 편리 ⑤ 매우 편리	〈표 6-12〉
D_fl_loan	금융기관대출 유무	1=있음 0=없음	〈표 6-13〉
D_inf_fin	사금융 이용 유무	1=있음 0=없음	〈표 6-14〉
inf_fin_diff	사금융 난이도	① 매우 어려움 ② 비교적 어려움 ③ 보통 ④ 비교적 편리 ⑤ 매우 편리	〈표 6-15〉

변수 중 금융기관대출 유무, 사금융 이용 유무는 두 가지 응답만이 가능하므로 일반적인 로짓회귀변수를 이용하였다.

회귀식 (1)의 설명변수($\{\chi_m\}_{m-1}^{N}$)는 〈표 6-8〉에 요약되어 있다. 가설검

〈표 6-8〉 회귀분석에 사용된 설명변수

변수명	설 명	정 의
size	기업규모	log(근로인원)
D_private	사영기업더미	사영기업=1, 기타=0
D_Shaanxi	산시성더미	산시성 소재 기업=1, 기타=0
D_Zhejiang	저장성더미	저장성 소재 기업=1, 기타=0
D_small	소도시더미	인구 50만 이하 도시=1, 기타=0
D_large	대도시더미	인구 100만 이상 도시=1, 기타=0
D_export	수출기업더미	수출기업=1, 내수기업=0
D_const	건설업더미	건설업=0, 기타=0
D_agri	농수산업더미	농수산업=0, 기타=0
D_dist	유통업더미	유통업=0, 기타=0
D_otherservice	기타서비스업더미	기타 서비스업=0, 기타=0
his	업력	2010년-설립연도
his_squared	업력_제곱	업력^2
education	최고경영진의 학력	1=학교 진학하지 않음, 2=초졸, 3=중졸, 4=전문대졸, 5=학사, 6=석사, 7=박사
D_pol	공무원과의 접촉	1회 이상=1, 없음=0
D_FI	금융기관과의 접촉	1회 이상=1, 없음=0

증을 위하여 가설에서 명시하고 있는 개별 기업의 특성변수로 구성하였는데, 기업규모, 제조업 여부, 소유구조, 수출업 유무, 기업소재지의 인구 및 성 등에 대한 종속변수의 연관성을 살펴보고자 하였다. 가설검증을 위한 변수 이외에 통제변수로 업력, 최고경영진의 학력, 공무원 및 금융기관과의 접촉 여부 등을 사용하였다.[16]

16 Zhang(2008)은 사천성 소재 사영기업의 공금융 및 사금융의 이용행태에 있어 지역기반, 공무원과의 접촉 정도, 업력, 경영자의 교육 정도 등을 주요 설명변수로 사용하였다. Ayyagari *et al.*(2008)에는 경영자의 학력에 따라 4개의 더미를 사용하였으며 기업업력에 따라 0~4년, 5~20년, 20년 이상 등의 더미변수를 사용하였다.

3. 회귀분석 결과의 정리

〈표 6-9〉~〈표 6-15〉는 〈표 6-7〉의 각 종속변수를 〈표 6-8〉의 설명변수에 회귀분석을 실시한 결과를 보고하고 있다.

〈표 6-9〉는 산시성, 랴오닝성, 저장성에 소재한 각각 196개, 217개, 356개 등 총 769개 기업에 대하여 현재의 자금사정과 기업규모, 산업분류, 소유구조, 소재지 등의 연관성에 대한 결과를 요약하고 있다. 첫째, 전체 기업에 대해서 기업규모가 클수록 자금사정이 양호하였다. 각 성별로도 모든 성에서 기업규모와 자금사정 간 정(+)의 상관관계가 유의하였다. 둘째, 기업의 소유형태, 즉 사영기업의 유무와 자금난 간에는 유의적인 상관관계가 관찰되지 않았다. 랴오닝성에서 사영기업의 자금사정이 비사영기업에 비해 양호한 것으로 나타났지만, 산시성과 저장성의 기업에서는 소유구조에 따른 자금사정 영향이 미미하였다. 셋째, 기업이 소재하고 있는 성이 부유할수록 자금난의 정도가 낮았다. 통제그룹인 랴오닝성이 저장성과 산시성의 중간 수준의 소득을 보이고 있음을 감안할 때, 저장성 소재 기업은 랴오닝성 소재 기업보다 자금사정이 양호한 반면 산시성 소재 기업은 랴오닝성 소재 기업보다 자금사정이 안 좋은 것으로 나타났다. 넷째, 기업소재지의 인구수가 적은 도시에서의 자금난이 상대적으로 양호하였다. 그러나 저장성에서는 대도시 소재 기업의 자금사정이 오히려 좋은 것으로 분석되었다. 다섯째, 모든 회귀분석에서 제조업의 자금사정이 어려운 것으로 나타났다. 마지막으로 통제 변수 중에서는 금융기관과 접촉할수록 자금난이 심한 것으로 관찰되었는데, 이는 자금사정이 어려운 기업일수록 금융기관과 접촉하는 역인과관계(reverse causality)의 결과로 보인다.

〈표 6-10〉은 유동자금의 상황에 대한 결과이다. 전반적으로 〈표 6-9〉의 자금사정 전반에 대한 결과와 유사하다. 특이한 점은 기업의 소유구조에 따른 유동자금난에 대한 관찰이다. 사영기업일수록 유동자금난이 심한 것으로 나타났는데, 이는 주로 저장성에 소재한 사영기업에서 두드러지게 나타나는 것으로 보고되었다. 반면, 랴오닝성에서는 사영기업의 유동자금 사정이 오히려 호조를 보이고 있다.

〈표 6-9〉 현재 자금상황에 대한 서수형 다변량로짓 회귀분석

	전 체	산시성	랴오닝성	저장성
기업규모	0.160*** (0.014)	0.170*** (0.036)	0.266*** (0.074)	0.096*** (0.023)
사영기업더미	0.201 (0.157)	0.031 (0.265)	0.723*** (0.280)	0.160 (0.224)
산시성더미	−0.626*** (0.166)			
저장성더미	1.185*** (0.107)			
소도시더미	0.417*** (0.148)	0.279 (0.453)	0.483 (0.355)	0.493* (0.269)
대도시더미	0.102 (0.073)	−0.064 (0.279)	−0.028 (0.203)	0.235*** (0.047)
수출기업더미	0.173 (0.134)	−0.414 (0.340)	0.587*** (0.193)	0.148** (0.070)
농수산업더미	1.194*** (0.174)	1.630*** (0.148)	0.856*** (0.222)	(dropped)
건설업더미	0.914*** (0.099)	1.089*** (0.076)	0.444** (0.193)	0.396*** (0.093)
유통업더미	0.827*** (0.086)	0.814*** (0.125)	0.721*** (0.130)	1.060*** (0.046)
기타서비스업더미	0.719*** (0.035)	0.958*** (0.060)	0.728*** (0.116)	0.454*** (0.051)
업력	−0.016 (0.019)	0.049 (0.053)	−0.038 (0.048)	−0.023 (0.022)
업력_제곱	0.000 (0.000)	−0.001 (0.001)	0.001 (0.002)	0.000 (0.000)
최고경영진학력	0.160** (0.077)	0.240** (0.104)	−0.005 (0.109)	0.242*** (0.087)
공무원접촉	0.118 (0.285)	−0.178 (0.401)	−0.186 (0.647)	0.304 (0.317)
금융기관접촉	−0.636*** (0.173)	−0.828*** (0.164)	−1.189** (0.532)	−0.302 (0.185)
/cut1	−2.517*** (0.345)	−1.591 (1.127)	−3.050*** (0.827)	−2.988*** (0.512)
/cut2	0.187 (0.294)	1.530* (0.799)	0.037 (0.410)	−1.554*** (0.392)
/cut3	2.058*** (0.196)	3.022*** (0.846)	1.980*** (0.280)	1.040*** (0.287)
/cut4	4.938*** (0.392)	6.485*** (1.133)	5.105*** (0.457)	3.764*** (0.366)
Log-Likelihood	−878.93	−229.34	−248.21	−378.58
관측치 수	769	196	217	356

주: ( ) 안의 수치는 표준오차임.
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

〈표 6-10〉 유동자금 조달 난이도에 대한 서수형 다변량로짓 회귀분석

	전 체	산시성	랴오닝성	저장성
기업규모	0.152***	0.126**	0.136	0.181**
	(0.057)	(0.062)	(0.119)	(0.085)
사영기업더미	−0.502**	−0.035	0.592***	−1.249***
	(0.244)	(0.187)	(0.135)	(0.306)
산시성더미	−0.621**			
	(0.308)			
저장성더미	1.652***			
	(0.277)			
소도시더미	−0.087	−0.007	−0.214	−0.168
	(0.176)	(0.134)	(0.291)	(0.192)
대도시더미	0.164	0.182	0.045	0.110
	(0.278)	(0.345)	(0.391)	(0.501)
수출기업더미	−0.281	−0.729**	−0.631	−0.222
	(0.263)	(0.310)	(0.418)	(0.149)
농수산업더미	0.085	1.627***	−1.217***	(dropped)
	(0.121)	(0.146)	(0.194)	
건설업더미	0.355***	0.878***	−0.724***	0.392
	(0.134)	(0.172)	(0.242)	(0.371)
유통업더미	0.715***	0.855***	0.574**	0.715***
	(0.102)	(0.119)	(0.262)	(0.081)
기타서비스업더미	0.648***	1.252***	0.891***	0.047
	(0.026)	(0.114)	(0.217)	(0.046)
업력	−0.022	0.020	0.009	−0.060**
	(0.014)	(0.042)	(0.094)	(0.025)
업력_제곱	0.000	−0.001	0.001	0.000**
	(0.000)	(0.001)	(0.002)	(0.000)
최고경영진학력	0.039	0.250	−0.006	−0.008
	(0.043)	(0.179)	(0.064)	(0.140)
공무원접촉	0.377***	−0.358	0.056	0.937***
	(0.110)	(0.356)	(1.055)	(0.115)
금융기관접촉	−0.717**	−1.045***	−1.171*	−0.353
	(0.323)	(0.201)	(0.644)	(0.299)
/cut1	−3.488***	−1.467**	−2.883***	−6.861***
	(0.193)	(0.675)	(0.871)	(0.845)
/cut2	−1.088***	1.158*	−0.400	−4.254***
	(0.310)	(0.699)	(0.778)	(0.680)
/cut3	2.769***	4.632***	3.664***	0.218
	(0.164)	(0.850)	(0.690)	(0.691)
Log-Likelihood	−629.89	−180.80	−172.42	−248.45
관측치 수	765	196	217	352

주: ( ) 안의 수치는 표준오차임.
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

〈표 6-11〉은 자산부채비율에 대한 회귀분석 결과이다. 자산부채비율이 높을수록 기업이 필요한 외부자금을 왕성하게 조달할 수 있다는 점에서 자산부채비율은 자금조달제약의 정도에 대한 지표가 될 수 있다. 즉, 〈표 6-9〉와 〈표 6-10〉이 주관적인 자금상황을 표현한다면 〈표 6-11〉은 객관적인 자금조달능력 지표를 나타낸다고 비교할 수 있을 것이다. 우선 모든 성에서 기업의 규모가 클수록 자산부채비율이 높아서 자금조달상 제약이 적은 것으로 나타났는데, 이는 주로 저장성 소재 기업이 큰 영향을 미친 결과로 보인다. 산시성과 랴오닝성에서는 이러한 관계가 존재하기는 하지만 계수값이 작고 유의성도 상대적으로 낮았다. 다음으로 산업별 비교이다. 농수산업을 제외하면 제조업은 건설업, 유통업, 기타 서비스업에 비하여 자산부채비율이 높았다. 유형자산의 비중이 높은 제조업이 외부자금을 조달하기가 용이하다는 점을 고려할 때 당연한 결과일 것이다. 다만, 〈표 6-9〉와 〈표 6-10〉의 결과와 비교할 때 제조업은 자금조달이 용이하지만 2010년 말에서 2011년 초의 기간에서는 비제조업보다 자금조달이 더 어려웠다는 사실을 표현하고 있다고 하겠다. 그리고 기업의 소유구조는 자산부채비율에 큰 영향을 못 미치지만, 수출 여부는 외부자금조달에 유의한 영향을 미치고 있다. 이러한 결과는 특히 수출기업의 비중이 높은 저장성에서 두드러진 현상인데, 여타 지역보다 저장성의 금융기관이 수출기업에 대출을 우대하고 있을 개연성을 보여준다.

〈표 6-12〉는 기업의 특성별 은행에 대한 대출 난이도의 결과이다. 전 지역에서 기업규모가 클수록 은행으로부터의 대출이 용이하였다. 산시성과 저장성에서는 사영기업일수록 은행대출이 어렵게 나타난 반면, 랴오닝성에서는 사영기업의 은행대출이 비사영기업의 은행대출보다 유의하지는 않지만 용이한 것으로 보고되었다. 저장성, 랴오닝성, 산시성의 순서, 즉 부유한 성일수록 은행대출이 용이한 것으로 나타났는데, 이는 부유한 성일수록 은행서비스가 발달했기 때문으로 보인다.

〈표 6-13〉은 실제로 금융기관으로부터의 대출경험 유무에 대한 대답이다. 전 지역에서 기업규모가 클수록 금융기관으로부터 대출을 받은 경우가 많았다. 대출경험에 있어서 산업별 편차가 큰 것으로 나타났다. 전반적으로 제조업에

〈표 6-11〉 자산부채비율에 대한 서수형 다변량로짓 회귀분석

	전 체	산시성	랴오닝성	저장성
기업규모	0.180***	0.200**	0.114**	0.206***
	(0.013)	(0.081)	(0.053)	(0.017)
사영기업더미	−0.107	0.187	−0.834	−0.004
	(0.117)	(0.225)	(0.572)	(0.341)
산시성더미	0.839***			
	(0.079)			
저장성더미	1.185***			
	(0.073)			
소도시더미	−0.357***	−0.896**	−0.539	−0.237***
	(0.082)	(0.377)	(0.888)	(0.062)
대도시더미	−0.103	−0.373	0.345	−0.282
	(0.118)	(0.369)	(0.323)	(0.357)
수출기업더미	0.350***	0.230	−0.338*	0.494***
	(0.111)	(0.343)	(0.200)	(0.160)
농수산업더미	0.258***	0.144	0.949***	(dropped)
	(0.043)	(0.109)	(0.221)	
건설업더미	−0.424***	−0.543***	−0.421***	−0.717***
	(0.088)	(0.095)	(0.100)	(0.084)
유통업더미	−0.185**	−0.090	−1.093***	0.127***
	(0.089)	(0.200)	(0.159)	(0.038)
기타서비스업더미	−0.892***	−0.872***	−1.649***	−0.635***
	(0.094)	(0.116)	(0.151)	(0.138)
업력	0.006	0.005	0.213	−0.011
	(0.009)	(0.037)	(0.132)	(0.022)
업력_제곱	−0.000	0.000	−0.007	0.000
	(0.000)	(0.001)	(0.004)	(0.000)
최고경영진학력	−0.040	−0.153	0.407***	−0.139
	(0.055)	(0.236)	(0.057)	(0.101)
공무원접촉	−0.333***	−0.630*	−0.603**	−0.103
	(0.071)	(0.326)	(0.290)	(0.171)
금융기관접촉	1.242***	0.959***	1.319**	1.425***
	(0.179)	(0.261)	(0.625)	(0.352)
/cut1	1.597***	0.264	3.265***	0.275
	(0.464)	(0.771)	(0.936)	(0.593)
/cut2	2.110***	0.804	3.848***	0.780
	(0.435)	(0.700)	(0.905)	(0.584)
/cut3	2.947***	1.615**	4.704***	1.668***
	(0.440)	(0.768)	(1.057)	(0.510)
/cut4	4.055***	2.747***	5.659***	2.836***
	(0.409)	(0.793)	(1.212)	(0.331)
Log-Likelihood	−873.81	−227.42	−153.45	−477.25
관측치 수	765	195	215	355

주: ( ) 안의 수치는 표준오차임.
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

〈표 6-12〉 은행대출 난이도에 대한 서수형 다변량로짓 회귀분석

	전 체	산시성	랴오닝성	저장성
기업규모	0.412*** (0.133)	0.631*** (0.219)	0.441 (0.408)	0.344*** (0.108)
사영기업더미	−0.918** (0.438)	−2.818* (1.618)	0.886 (0.601)	−1.080*** (0.030)
산시성더미	−0.407** (0.202)			
저장성더미	1.027*** (0.266)			
소도시더미	0.448** (0.211)	−0.986*** (0.295)	0.471 (0.469)	1.077*** (0.178)
대도시더미	0.167 (0.107)	−1.043** (0.513)	0.731* (0.385)	0.822*** (0.214)
수출기업더미	−0.225 (0.173)	−2.160*** (0.756)	−1.013* (0.606)	0.148** (0.060)
농수산업더미	0.346 (0.232)	0.597 (0.570)	−0.110 (0.581)	(dropped)
건설업더미	0.181 (0.287)	−0.152 (0.443)	−0.168 (0.380)	2.029*** (0.270)
유통업더미	0.214** (0.098)	0.816*** (0.221)	0.130 (0.659)	−0.223*** (0.052)
기타서비스업더미	−0.883*** (0.059)	−0.468 (0.322)	−1.449*** (0.399)	−2.000*** (0.157)
업력	0.019 (0.023)	0.079 (0.101)	0.352*** (0.134)	−0.043 (0.054)
업력_제곱	−0.000 (0.001)	−0.002 (0.003)	−0.013*** (0.004)	0.001 (0.001)
최고경영진학력	0.069 (0.175)	−0.135 (0.281)	0.244 (0.267)	0.129 (0.168)
공무원접촉	−0.039 (0.245)	0.330 (1.143)	−0.683 (0.597)	0.072 (0.151)
금융기관접촉	−0.258 (0.482)	−1.597 (1.100)	−0.339 (0.308)	0.219 (0.192)
/cut1	−2.280** (0.914)	−4.768*** (1.775)	1.480 (1.220)	−3.187*** (0.940)
/cut2	0.283 (0.872)	−1.690 (1.954)	4.322** (1.683)	−1.343 (0.922)
/cut3	1.508* (0.797)	−0.570 (1.944)	5.675*** (1.975)	0.330 (0.602)
/cut4	4.895*** (0.945)	2.791 (2.232)	8.470*** (1.991)	4.152*** (0.611)
Log-Likelihood	−354.72	−91.80	−86.49	−153.82
관측치 수	317	80	71	166

주: ( ) 안의 수치는 표준오차임.
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

〈표 6-13〉 금융기관 대출경험에 대한 로짓회귀분석

	전 체	산시성	랴오닝성	저장성
기업규모	0.512*** (0.091)	0.545*** (0.165)	0.707*** (0.072)	0.417*** (0.081)
사영기업더미	0.799** (0.337)	0.914** (0.370)	−0.667 (0.669)	1.097*** (0.301)
산시성더미	0.925*** (0.218)			
저장성더미	0.897*** (0.046)			
소도시더미	−0.202 (0.133)	−0.373 (0.352)	−0.115 (0.375)	−0.183 (0.115)
대도시더미	0.014 (0.165)	0.584 (0.455)	0.072 (0.422)	−0.304 (0.418)
수출기업더미	0.398*** (0.137)	0.170 (0.223)	0.227 (0.147)	0.464*** (0.130)
농수산업더미	0.268*** (0.103)	1.706*** (0.195)	−0.349 (0.279)	(dropped)
건설업더미	−0.580*** (0.204)	−0.824*** (0.169)	−0.175 (0.349)	0.185 (0.197)
유통업더미	0.095** (0.047)	0.768*** (0.219)	−0.135 (0.195)	−0.117* (0.070)
기타서비스업더미	−1.334*** (0.079)	−0.806*** (0.045)	−1.738*** (0.141)	−1.628*** (0.029)
업력	−0.000 (0.009)	0.093*** (0.031)	0.131 (0.108)	−0.013 (0.009)
업력_제곱	−0.000 (0.000)	−0.002*** (0.001)	−0.004 (0.004)	0.000** (0.000)
최고경영진학력	−0.264* (0.137)	−0.414 (0.254)	−0.294*** (0.101)	−0.245*** (0.091)
공무원접촉	−0.492*** (0.060)	−0.841*** (0.207)	−0.025 (0.451)	−0.496*** (0.094)
금융기관접촉	1.717*** (0.318)	1.912*** (0.531)	1.047** (0.470)	2.072*** (0.307)
/cons	−2.773*** (0.531)	−2.463*** (0.251)	−2.572 (1.716)	−1.577*** (0.266)
Log-Likelihood	−391.98	−105.63	−89.95	−182.62
관측치 수	769	196	217	356

주: ( ) 안의 수치는 표준오차임.
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

비하여 농수산업과 유통업의 대출경험이 많은 가운데, 저장성에서는 제조업 기업의 금융기관 대출경험이 많았다. 소유구조별로도 저장성 소재 사영기업의 금융기관 이용비율이 높았다. 또한 저장성 소재 수출기업이 금융기관으로부터 대출받는 빈도가 높았다. 〈표 6-12〉와 〈표 6-13〉은 기업의 규모 항목 이외에 다른 설명변수가 난이도와 실제 경험에 있어서 상이한 결과를 보이고 있음에 주목할 필요가 있다.

〈표 6-14〉는 공금융의 대체재로서 사금융의 이용에 관한 분석 결과이다. 전반적으로 기업규모가 작을수록 사금융을 이용하는 빈도가 높았다. 그리고 소도시 소재 기업보다는 대도시 소재 기업의 사금융 이용 확률이 높았다. 업종별로는 제조업이 기타 산업보다 사금융 이용이 월등히 높은 것으로 나타난다. 수출기업은 상대적으로 사금융 이용도의 이용빈도가 낮다는 점도 특징적이었다. 그리고 빈곤한 지역일수록 사금융의 이용도가 유의적으로 높게 나타나서, 금융서비스가 덜 발달한 지역에서 사금융의 중요성이 크다는 점도 특징적인 관찰 결과이다. 그리고 금융기관과의 접촉이 있을수록 사금융 이용률이 높았는데, 이는 공금융과 사금융 간 대체관계가 있음을 시사한다.

마지막으로 〈표 6-15〉는 사금융 이용의 편이성에 대한 분석 결과이다. 사금융을 이용하는 기업 중에서 기업규모가 클수록 사금융 이용의 편이성이 낮은 것으로 조사되었다. 그리고 소도시에 소재하는 기업의 사금융 이용이 더 어려웠다. 산업별로는 비제조업의 사금융 편이성이 낮은 것으로 나타나서, 사금융 이용 시에도 상당 수준의 담보력이 뒷받침되어야 함을 시사한다.

〈표 6-14〉 사금융에 대한 로짓회귀분석

	전 체	산시성	랴오닝성	저장성
기업규모	−0.159*** (0.046)	−0.111 (0.141)	−0.328*** (0.120)	−0.043*** (0.006)
사영기업더미	0.983 (0.767)	(dropped)	−0.022 (1.021)	−0.097 (0.383)
산시성더미	0.557*** (0.178)			
저장성더미	−0.944* (0.510)			
소도시더미	−0.309 (0.470)	0.301 (0.421)	−0.619** (0.256)	−1.033*** (0.023)
대도시더미	−0.293 (0.224)	0.105 (0.482)	−0.925*** (0.138)	−0.062 (0.254)
수출기업더미	−0.403*** (0.033)	−0.187 (0.490)	−0.138 (0.535)	−0.709*** (0.095)
농수산업더미	−0.560*** (0.138)	−0.367* (0.222)	−0.430 (0.328)	(dropped)
건설업더미	−0.291*** (0.108)	−0.181 (0.159)	0.451 (0.316)	(dropped)
유통업더미	−0.858*** (0.101)	−0.871*** (0.148)	−0.141 (0.092)	−2.338*** (0.067)
기타서비스업더미	−1.088*** (0.072)	−0.842*** (0.046)	−0.698*** (0.038)	(dropped)
업력	−0.008 (0.040)	0.146 (0.128)	0.057 (0.091)	−0.007 (0.006)
업력_제곱	−0.000 (0.000)	−0.008*** (0.003)	−0.002 (0.002)	0.000 (0.000)
최고경영진학력	−0.122 (0.130)	−0.333** (0.139)	0.202 (0.293)	−0.137 (0.091)
공무원접촉	0.185 (0.162)	−0.090 (0.354)	1.168*** (0.229)	−0.396 (0.300)
금융기관접촉	0.773*** (0.185)	0.771* (0.406)	0.944* (0.486)	0.683 (0.418)
/cons	−0.691 (1.366)	0.615 (1.036)	−0.997 (2.909)	−0.455 (0.750)
Log-Likelihood	−292.16	−90.56	−93.97	−86.22
관측치 수	769	160	217	293

주: ( ) 안의 수치는 표준오차임.
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

〈표 6-15〉 사금융 이용 난이도에 대한 서수형 다변량로짓 회귀분석

	전 체	산시성	랴오닝성	저장성
기업규모	−0.134** (0.056)	0.002 (0.161)	−0.545** (0.225)	0.667*** (0.046)
사영기업더미	−0.149 (0.321)	0.406 (0.679)	(dropped)	0.853*** (0.000)
산시성더미	−0.006 (0.171)			
저장성더미	1.295*** (0.264)			
소도시더미	0.647* (0.352)	0.750 (0.641)	0.180 (0.991)	0.453*** (0.045)
대도시더미	0.246 (0.419)	−0.270 (0.777)	0.551 (0.596)	0.341*** (0.036)
수출기업더미	0.548 (0.345)	3.358*** (0.563)	0.544 (0.409)	−1.134*** (0.030)
농수산업더미	−0.786** (0.369)	−0.998*** (0.367)	(dropped)	(dropped)
건설업더미	0.882*** (0.222)	0.721*** (0.212)	1.150 (0.920)	(dropped)
유통업더미	0.329 (0.236)	0.512*** (0.176)	−0.224 (0.761)	−0.444*** (0.014)
기타서비스업더미	−0.077 (0.125)	−0.193 (0.277)	−0.397 (0.773)	−0.613*** (0.005)
업력	0.021 (0.075)	0.050 (0.093)	0.256*** (0.086)	−0.209*** (0.021)
업력_제곱	−0.001 (0.001)	−0.003*** (0.001)	−0.010 (0.007)	0.003*** (0.000)
최고경영진학력	−0.248*** (0.041)	−0.669* (0.350)	0.012 (0.308)	−0.328*** (0.011)
공무원접촉	1.278*** (0.265)	1.023 (0.792)	1.974* (1.032)	2.005*** (0.190)
금융기관접촉	−1.123*** (0.417)	−1.910* (1.094)	−0.961 (1.239)	−0.585*** (0.109)
/cut1	−6.614*** (0.700)	−4.450*** (0.737)	−4.299*** (0.923)	−0.872*** (0.125)
/cut2	−3.362*** (0.806)	−2.112*** (0.764)	−2.121 (1.349)	4.590*** (0.297)
/cut3	−1.284* (0.691)	3.075*** (1.075)	−0.139 (1.219)	
/cut4	2.315*** (0.328)		2.648*** (0.933)	
Log-Likelihood	−157.63	−59.62	−63.78	−16.30
관측치 수	154	71	55	28

주: ( ) 안의 수치는 표준오차임.
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4. 결과의 요약 및 해석

가. 규모제약

중국 기업의 규모제약과 관련하여 가설 H1에 대한 검증의 주요 결과를 요약하면 다음과 같다.

- 규모가 큰 기업일수록 자금사정이 좋다.
- 규모가 큰 기업일수록 외부차입이 유리하여 부채비율이 높다.
- 규모가 큰 기업일수록 은행대출이 용이하다.
- 규모가 큰 기업일수록 금융기관 대출경험이 많다.
- 규모가 큰 기업일수록 민간금융을 덜 이용한다.

즉, 가설 H1은 기각된다. 이러한 결과는 중국 기업의 자금조달에 있어서 규모에 따른 제약이 존재하고 있음을 의미한다. 이와 같은 실증분석 결과는 기존 연구 결과에서도 쉽게 확인된다. 즉, 2007년 장쑤성(江蘇省) 常熟과 吳江 지역 소재 181개 중소기업에 대한 설문조사 자료를 기초로 한 회귀분석에 의하면 업력, 종업원 수, ROA가 높을수록 자산부채율이 높아지는 경향이 나타났다(周月書・褚保金[2009]). 2001년 저장성 원저우 지역 257개 기업에 대한 설문조사를 바탕으로 한 실증분석 결과에서도 기업규모가 커질수록 은행대출이 용이하며 사금융을 필요로 하지 않는 것으로 나타났다. 또한 기업규모가 커질수록 자기자본의 비중이 감소하고 외부차입이 증가하는 경향이 나타난다(郭斌・劉曼路[2002]).

그런데 中國工商聯課題組(2010)의 중소기업 금융상황에 대한 서베이 조사에 의하면 중소기업의 자금난은 실제로는 소형기업에 집중되어 있다고 한다. 예를 들어, 中國工商聯課題組(2010)의 조사에 따르면 2009년 6월 현재 중국공상은행 1개 지점당 소형기업 고객 수는 평균 2.2개에 불과할 정도로 소형기업은 공금융을 통한 자금조달에서 실제로 열악한 위치에 있다고 할 수 있다. 陳敏菊(2009)의 저장성 529개 중소기업 설문조사에 의하면, 기업규모가 작을수록 자금부족 정도가 심하게 나타나며 상업은행의 위험관리가

엄격해짐에 따라 경기침체기에 중소기업에 집중된 자금회수가 일어난다고 주장한다.

최근 10여 년 동안 중국 금융시장의 양적·질적 성장에도 불구하고 중소기업에 대한 금융제약이 기존의 실증분석 결과와 마찬가지로 존재하는 주요한 원인은 금융감독 때문이라고 할 수 있다. 2000년대 가속화된 중국의 상업은행 개혁은 중소기업 대출환경을 악화시킨 것으로 판단된다. 특히 2004년 2월부터 모든 상업은행들에 8%의 BIS 비율을 요구하는 국무원 규정이 발표되었고, 2000년대 중반 이후 4대 국유상업은행의 상장계획은 상대적으로 위험 가중치가 높은 중소기업의 대출을 감소시키는 원인으로 작용하였다. 물론 2009년부터 중국정부는 직접적이고 강력한 중소기업 신용대출 확대정책을 실시하면서 중소기업의 자금제약을 완화시키려고 노력하였다. 그러나 본 연구의 실증분석 결과는 여전히 중소기업에 불리한 금융제약이 존재하고 있음을 시사하고 있다.

나. 소유권제약

중국 기업의 소유권 형태로 인하여 자금조달의 격차가 존재할 수 있다는 가설(H2)에 대한 주요 실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다.

- 사영기업의 자금난이 더 심한 것은 아니다.
- 사영기업일수록 유동자금 조달이 어렵다. 다만, 지역적 차이는 존재한다.
- 사영기업일수록 금융기관 대출경험이 많다.
- 사영기업일수록 은행으로부터의 자금융자가 어렵다.

즉, 소유권이 기업의 자금조달 행태에 영향을 미치고 있어서 가설 H2도 부분적으로 기각된다. 상술한 바와 같이 사영기업일수록 자금조달의 어려움을 겪는 것으로 관찰된다. 사영기업일수록 자금상황(유동자금에 국한되지만)이 어렵고 사금융을 많이 이용하며 채권발행 또한 어려운 것으로 분석되었다. 사영기업이 상대적으로 대출경험이 많은 것은 이들의 양호한 자금상황을 의미하기보다는 직접금융 등 자금조달이 제한된 상황에서 은행이 유일

한 자금조달 경로임을 의미한다고 판단된다.

그러나 현재의 자금상황, 일반적인 융자환경, 금융기관으로부터의 대출 어려움 등에 있어서는 사영기업에 특별히 부정적인 실증분석 결과를 얻지 못하였다. 이러한 측면에서 사영기업, 국유기업 등 소유권 형태에 따른 자금조달제약은 규모에 따른 금융제약보다는 강하지 않다는 판단이 가능하다.

기존 연구에서도 소유권 형태에 따른 금융제약에 대해서는 의미 있는 결과가 도출되지 않았다. 이는 중국의 기업 자금조달 패턴에 있어서 대기업과 중소기업 간의 규모제약(size bias)이 소유권제약(ownership bias)을 압도하기 때문인 것으로 판단된다. 실제로 중국 중소기업의 99%가 사영기업이라는 점에서 중소기업과 대형기업 간 자금조달의 패턴은 상당 정도 소유권 격차를 포괄하고 있다고 할 수 있다.

그럼에도 불구하고 Allen *et al.*(2005)는 1994년부터 2002년까지 통계연감 자료에 근거하여 사영기업의 자기조달 비중은 60%, 국유기업 45%, 상장기업 50%이며, 은행을 통한 자금조달은 국유기업 30%, 상장기업 30%, 사영기업은 20% 미만으로 나타나 소유권 형태에 따라 자금조달 패턴에 격차가 존재함을 언급하고 있다(虞群娥・李愛喜[2007]). 또한 2004년 항저우시의 단기대출 중에서 향진기업, 외자기업, 사영 및 자영기업(개체호)의 단기대출 비중은 최대 19.23%이며, 이 중 사영 및 개체 기업의 단기대출 비중은 4.43%에 불과하여 기업 자금조달의 소유권 격차가 명백하게 존재함을 보이고 있다.

다. 지역 격차

저장성, 랴오닝성, 산시성 등 소득수준이 상이한 지역별 자금조달의 패턴에 대한 주요 연구 결과를 정리하면 다음과 같다.

- 소득수준이 높은 지역에 소재한 기업일수록 자금상황이 좋다.
- 소득수준이 높은 지역에 소재한 기업일수록 자산부채비율이 높고 대출이 용이하다.

• 소득수준이 낮은 지역에 소재한 기업일수록 사금융 이용이 빈번하지만, 사금융 이용의 편의성은 소득수준이 높은 지역에서 더 높게 나타난다.

즉, 지역별로 기업의 자금조달상 차이가 유의하게 나타나고 있어서 가설 H3를 기각한다. 저소득 지역일수록 금융제약의 가능성이 높다는 주장이 일반적으로 받아들여진다. 그러나 중국의 경우 이러한 견해에 대하여 논쟁의 여지가 있다. 거시경제적 측면에서 본다면 소득수준이 높은 지역일수록 유동성이 상대적으로 풍부하고, 따라서 개별 기업에 분배되는 자금이 많아질 것이다. 반대로 저소득 지역의 경우 거시적 유동성의 제약이 개별 기업의 자금조달에 부정적 영향을 미칠 수 있다. 그러나 미시적으로 개별 기업의 자금운영 측면에서 살펴본다면 저소득 지역 기업의 경우 잉여이윤 재투자, 개인자산 등을 통한 자금조달이 어렵기 때문에 사실상 외부 금융기관에 자금조달을 의존할 가능성이 더욱 상존하고 있다. 기존 연구도 이러한 상반된 금융제약의 방향에 대하여 언급하고 있다(Allen *at al.*[2005]; 中國人民銀行調查統計司[2009]).

분명한 점은 지역별·시기별로 중소기업의 자금조달상황에는 상당한 편차가 존재하는 것으로 알려지고 있다. 중국인민은행 조사통계국이 발표한 2009년 1사분기 『金融統計分析報告』는 중소기업 자금난이 지역적으로 격차를 보임을 보고하고 있다. 동 보고에 의하면 일반적으로 소득수준이 낮은 지역일수록 중소기업의 대출난이 심각한 것으로 알려지고 있다.

林漢川 외(2003)는 北京, 廣東, 浙江, 江蘇, 雲南, 湖北, 遼寧의 3,027개 중소기업 설문조사에서 고정자산 투자 및 유동자금 조달에 있어 지역별 차이가 존재하는데 雲南, 湖北, 遼寧 등 상대적으로 저소득 지역의 자금조달상 대출비중이 높은 것으로 나타난다. 이와는 상반되게 章家淸·沈才胜(2008)은 2007년 7월 장쑤성(江蘇省) 145개 중소기업의 설문조사 결과, 소득수준이 높은 장쑤성 남부지역의 경우 은행대출이 차지하는 비중이 25.6%인 반면, 소득수준이 낮은 장쑤성 중부 및 북부 지역의 경우 기업 자금조달에서 은행대출의 비중이 10% 정도로 나타나서 소득수준이 높은 지역에서 은행대출의 이용 정도가 높은 것으로 나타난다. 특히 이들 연구에 따르면, 자

금조달 격차가 발생하는 중요한 원인이 지역별 유통자금의 총량 차이라고 분석하였다.

한편, 邵平 외(2007)는 1991년부터 2006년까지 상장기업 자료를 사용하여 지역별 은행의 시장집중도의 차이가 지역별 자금 격차의 한 원인임을 실증분석하였다. 즉, 은행의 시장집중도와 기업의 장기부채비율은 정(+)의 상관관계를 나타내며, 이는 은행업의 독점력 감소에 따라 해당 지역 기업의 자금차입에 유리한 환경이 조성된다는 것이다.

이와 같은 자금조달에 있어서의 지역 격차가 개별 기업에 발현되는 양상이 지역별·시기별로 달라 정형화하기 어렵다는 점을 인정할 필요가 있다. 특히 본 연구의 설문조사 결과에서 주목할 점은 소득수준이 가장 낮은 산시성에서 상대적으로 대출신청 경험과 대출신청 성공률이 높게 나타난다는 점이다(표 6-5 참고). 이러한 결과의 해석을 위해서 2008년 9월 말 인민은행 甘肅省 란저우시 지점이 조사한 간쑤성 소재 56개 중소기업에 대한 서베이 결과를 참조할 필요가 있다. 동 서베이에 의하면 해당 지역 기업의 신규 자금조달의 94.92%는 은행대출로서 매우 높게 나타나는데, 인민은행의 해석에 의하면 저발전 지역의 중소기업은 자기자본 축적을 통한 기업성장능력에 한계가 있기 때문에 은행대출이 기업성장에 있어 가장 중요한 자금조달 창구로서 기능한다는 것이다.[17]

라. 사금융의 역할

중국 중소기업의 자금조달에 있어서 사금융의 역할에 대한 유의한 실증분석 결과는 다음과 같다.

- 소득수준이 낮은 지역에 소재한 기업일수록 사금융 이용이 빈번하다.
- 대형기업일수록 사금융 이용이 적다.
- 내수기업과 제조업이 사금융을 빈번히 이용한다.

---

17 中國人民銀行調查統計司, 『金融統計分析報告』, 中國金融出版社, 2009년 6월, p.267.

즉, 기업별로 사금융 이용 패턴이 상이하여 가설 H4를 기각한다. 사금융 이용 패턴에 있어서는 먼저 지역적 편차가 존재하는 것으로 파악된다. 이는 주로 사금융이 공금융이 발달하지 않은 지역에서 성행하고 있으며(中國人民銀行廣州分行課題組[2002]), 2000년대 이후 상업은행의 개혁은 농촌 등 저소득 지역에서 공금융의 퇴출을 가져왔으며, 이들 지역기업의 공금융으로부터의 배제는 자연스럽게 저소득 지역 중소기업의 사금융 이용을 증가시키는 역할을 한다고 주장할 수 있다(田秀娟[2009]). 또한 상대적으로 외부차입을 많이 이용하고 자금조달에 어려움을 겪는 중소기업, 사영기업, 제조업 기업이 사금융을 빈번하게 이용한다는 연구 결과는 중소기업의 규모제약, 소유권제약 등 본 연구 및 기존 연구의 분석 결과와 일치한다(Allen *et al.*[2005]; Anderson[2006]; Ayyagari *et al.*[2008]; 虞群娥・李愛喜[2007]).

한편, 중국의 사금융에서 최근 몇 년간 나타나고 있는 주요한 현상은 사금융이 빠른 속도로 공금융으로 전환되고 있다는 점이다. 이와 같은 사금융의 공금융화(化)가 중소기업 금융제약에 미치는 영향은 신규 설립된 공금융기관이 직면한 제도적 제약에 결정적으로 영향을 받을 것으로 판단된다. Huang(2008)에 의하면 1980년대 후반 농촌신용합작사를 농업은행의 체계에 편입시킴에 따라 농촌지역의 사영기업에 대한 금융지원이 결정적으로 축소되었던 사례가 있다.

그러나 최근의 사금융의 공금융화는 Huang(2008)의 1980년대 사례와는 상반되어 기존의 불법적인 사금융기관이 공개화・합법화되는 경향이 보다 강하게 나타난다. 이와 같은 최근의 사금융의 공금융화는 사금융의 규범화 및 농촌 금융개혁을 지지하는 중앙정부의 1호 문건인 「民辦非企業單位登記管理暫行條理」(中華人民共和國國務院令, 第251号[1998])를 법적 근거로 두고 있다. 지방정부 차원에서도 사금융의 공금융화를 위한 노력이 적극적으로 이루어고 있다.[18] 원저우 지역의 사례연구(楊福明・黃筱偉[2009])에서도

---

18 예를 들어 2005년 추석 安徽省 明光市 潘村鎭 興旺村에서 9인의 친구가 모여 상호부조의 목적으로 '친구호조회'를 설립하였다. 2005년 12월 동 '친구호조회'는 현지 인민은행과 지방정부의 풀뿌리 금융기관의 시범사업으로 결정되어 '흥왕농민자금호조합작사(興旺農民資金互助合作社)'로 전환, 농민자본에 의한 공개적이고 규범화된 금융기관으로 전환되었다. 상기 금융기관은 사금융과 달리 1) 감독기관의 관리감독을 받으며, 2) 규범화된

1990년대 말 이후 개인 및 사영기업에 의한 자금모집으로 도시신용사, 농촌신용사 등이 설립되고 농촌합작기금회, 전당업 등의 영업이 허가됨에 따라 사금융의 자본이 공금융으로 투입되어 공개화·합법화되는 과정을 거친다. 특히 이들은 사금융과 공금융의 이자율 차이가 축소되는 것이 사금융의 공금융화 현상과 관련이 있다고 주장한다.[19]

한편, 중소기업 금융제약과 사금융의 역할에 대한 기존 연구에 의하면 두 가지의 대립적 가설이 존재한다. 첫 번째 가설은 "사금융이 공금융을 대체하며 민간기업의 성장에 긍정적인 역할을 한다"는 것이다. 이는 저개발국가에 주로 집중된 연구에서 사금융이 자금 수요자에 대한 신용 획득, 감독과 강제력 등에 있어서 공금융보다 비교우위가 있다는 점을 가설검증의 근거로 하고 있다. Allen *et al.*(2005)에 의하면 중국의 경우에도 사금융이 공금융을 대체하며 민간부문의 성장에 도움을 주었는데, 이는 중국의 열악한 법적·제도적 환경과 미비한 금융시장에도 불구하고 민간부문의 발전을 견인한 요인이라고 주장한다. 특히 제도권 금융이 열악한 저소득 지역에서 평판과 개인적 관계에 기초한 사금융이 매우 효율적인 자금조달창구로서 작동한다는 것이 이들의 주장이다.

이와 대립되는 두 번째 가설은 사금융이 공금융을 보완하는 역할을 하지만 사금융과 민간기업의 성장은 유의적인 상관관계가 없다는 주장이다. 즉, 사금융이 공금융을 보완하는 역할을 하며 저개발지역의 금융에 있어서 높은 비중을 차지하는 것은 사실이지만, 사금융의 감독기제는 우량기업에의 자금조달 및 성장에 긍정적인 역할을 하지는 않는다는 것이다. Ayyagari *et al.*(2008)은 2,400개 중국 중소기업에 대한 설문조사를 기초로 한 계량분석

장정(章程) 마련, 3) 융자신청과정의 공개화, 장부관리 규범화, 4) 소액·단기 대출에 국한하여 호조회 자금을 사용함으로써 위험 관리, 5) 규범화된 수수료 징수(7일 이내 수수료 면제, 6개월 이내 1%, 1년 이내 3% 수수료 징수) 등의 측면에서 기존의 불법적인 사금융과 구별되는 동시에 중소기업 융자에 소극적인 공금융과도 구별된다고 할 수 있다.

19 원저우시의 경우 1년 만기 대출을 구성하는 비중이 1990년 공금융 10.08%, 사금융 34.8%에서 2007년 공금융 6.93%, 사금융 11.66%로 축소되었다. 그러나 긴축정책으로 공금융의 자금조달 규모가 축소되는 경우 사금융의 비중이 증가하는 추세가 나타난다는 측면에서 공금융이 사금융을 대체하는 역할은 여전히 일정 정도의 한계가 나타난다고 판단된다. 예를 들어 2007년 이후 중앙은행의 연속적인 6차례 금리인상의 결과, 원저우 지역의 사금융 규모는 1억위안을 초과하여 역사상 최대 규모를 기록하였다.

결과, 상대적으로 많은 중소기업이 사금융을 통해 자금조달을 하지만 이러한 자금조달이 기업성과에 유의하게 영향을 미치지는 않는다는 점을 근거로 하여 사금융의 역할이 중소기업 성장에 제한적이라고 주장한다.

이러한 대립적 가설에 대한 타협적 해설(conjecture)로서 중국의 개혁·개방 초기의 일정 시기에는 사금융이 중소기업 금융제약의 해소에 긍정적인 역할을 하며 중소기업의 성장에 중요한 요인으로 작용하였으나, 지속적인 성장을 위해서는 공금융의 역할이 점차 중요해진다고 해석할 수 있다. 이러한 점에 비추어 볼 때 공금융의 발전이 향후 중국경제 발전의 필요조건으로 부상할 것으로 판단된다.

마. 기타: 제조업 격차와 관계금융

상술한 요인 외에 중소기업 자금조달에 영향을 미치는 변수들을 살펴보면, 먼저 제조업 기업은 상대적으로 자금상황이 어려우나 부채비율은 높은 것으로 나타난다. 이는 제조업 기업이 상대적으로 많은 규모의 고정자산투자를 필요로 하고 자금회전이 상대적으로 느린 것이 원인으로 작용한 것으로 해석된다.

흥미로운 실증분석 결과는 자금상황이 열악한 기업일수록 은행직원과의 면담이 많다는 점이다. 이는 자금난 타개를 위하여 적극적으로 은행을 통한 자금조달을 도모한다는 점에서 은행이 중요한 자금조달 출처임을 확인시켜준다. 반면에 관련 공무원과의 면담 등은 자금상황에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 분석되었다. 이는 본 연구의 대상지역에 있어 소위 정치적 관계를 이용하여 자금조달을 용이하게 하는 관계금융(relationship financing)은 중소기업의 자금상황 개선에 도움을 주지 못하는 것으로 해석된다. 이러한 결과는 Zhang(2008)의 2005년 쓰촨성 청두시 중소기업의 실증분석 결과와는 상반된다. Zhang(2008)은 정치적 관계, 지역 근거 등이 공금융을 통한 자금조달과 상관관계가 나타난다는 점에서 기업 자금조달에 있어서 정치적·사회적 네트워크의 중요성을 강조하였다.

제5절 결 론

중국 중소기업의 자금조달 행태를 고찰한 본 연구의 주요 발견은 다음과 같다.

첫째, 기업규모에 따른 자금조달제약이 실증적으로 관찰되었다는 점에서 중소기업의 금융제약이 여전히 존재하는 것으로 파악된다. 그러나 최근 몇 년간 중국정부의 적극적인 중소기업 금융지원정책으로 자금난은 일정 정도 완화되는 경향을 나타내고 있다.

둘째, 지역별로 중소기업의 자금상황에 상당한 차이가 있다. 따라서 중국 금융시장을 이해하는 데 있어 지역요인을 매우 중요하게 고려해야 한다. 저소득 지역의 경우 여전히 상당 정도의 금융제약이 존재하고 있는 반면, 고소득 지역의 경우 지나치게 많은 유동성이 공급되어 자금의 비효율적 이용의 가능성 또한 제기된다.

셋째, 기업별·지역별 특성에 따라 사금융 이용도의 차이가 일부 관찰된다. 그러나 공금융의 지속적인 성장에 따라 사금융의 역할은 상당히 제한적으로 나타난다. 즉, 사금융이 중소기업의 자금조달에 있어서 결정적인 역할을 하며 기업성장을 촉진한 이른바 '원저우모델'은 최소한 금융제도의 측면에서는 소멸한 것으로 이해해야 할 것이다. 특히 농촌금융 등 기층 금융조직의 공금융화 정책이 가속화되면서 공금융의 역할은 더욱 중요해질 것으로 예상할 수 있다.

향후에도 중소기업정책이 높은 우선순위로 실시될 것이며 그 핵심적 수단은 금융정책일 것이다. 따라서 중국 중소기업의 자금조달 행태의 고찰은 중국의 핵심적 경제정책방향을 전망하고 분석한다는 측면에서도 연구의 의의를 찾을 수 있다. 잘 알려진 바와 같이 2011년부터 실시되는 제12차 5개년계획의 핵심적 어젠다는 민생의 보장이다. 이를 위하여 동 계획에서는 과거 국가에 집중되었던 경제성장의 과실을 주민들에게 합리적으로 배분하여 주민소득을 획기적으로 증대시키는 것을 실천목표로 설정하였다. 이러한 맥락에서 중국 중소기업의 지원과 육성은 중하위 계층의 소득증대의 주요 수단

으로서 중요시되고 있다. 그런데 중소기업의 금융제약은 중소기업의 성장을 제약하는 가장 큰 문제로 인식되고 있다는 점에서 중국정부의 추가적 조치가 전망된다.

최근까지는 중소기업에 대한 다소 무차별적인 양적 지원정책이 주를 이루어왔다고 할 수 있다. 이러한 정책은 향후 금융기관의 부실채권문제를 발생시키는 등 리스크 요인이 될 수 있다고 판단된다. 따라서 중소기업에 대한 보다 효율적인 금융지원을 위해서는 신용평가와 신용보증 등에 대한 제도적 보완과 조치가 필요할 것으로 판단된다.

마지막으로 중국경제의 세계경제 및 한국경제에의 영향력이 증대되고 있는 추세를 감안할 경우, 기존에 중국경제의 내부적 요인으로 치부하였던 중소기업 금융문제가 우리에게 보다 중요한 주제로 부각되고 있다는 점에 주목해야 한다. 중소기업은 중국의 지속 가능한 성장과 민생문제의 해결에 있어 핵심적인 역할을 담당하고 있으며, 중국정부의 적극적인 정책으로 그 역할이 더욱 중요시되고 있다는 점에서 중소기업 금융에 대한 지속적인 연구가 필요하다고 할 수 있다. 특히 본 연구가 최근 자금지원의 양적 확대를 기업 측면에서 살펴보았다면, 자금의 공급자적 측면에서 개별 금융기관의 기업금융의 건전성을 살펴볼 필요성이 제기된다. 이에 대한 연구는 의미 있는 후속연구의 주제라고 판단된다.

참고문헌

강동수・이준엽, 『중국의 중소기업정책』, 한국개발연구원, 2009.

강동수・이준엽, 『중국의 중소기업 금융정책』, 한국개발연구원, 2010.

陳敏菊, 「中小企業融資缺口分析–基于浙江省中小企業對比問卷調查」, 『經濟理論與經濟管理』, 2009年 第11期.

郭斌・劉曼路, 「民間金融与中小企業發展: 對溫州的實証分析」, 『經濟研究』, 2002年 第10期, pp.40~46.

虞群娥・李愛喜, 「民間金融与中小企業共生性的實証分析－杭州案例」, 『金融研究』, 2007年 第12期, pp.215~222.

樊勇, 「對晋冀蒙10城市万戶中小企業融資及經營情況的調查」, 『華北金融』, 2009.

林漢川・夏敏仁・何杰・管鴻禧, 「中小企業發展中所面臨的問題: 北京, 遼宁, 江蘇, 浙江, 湖北, 广東, 云南問卷調查報告」, 『中國社會科學』, 2003年 第2期, pp.84~94.

林毅夫・孫希芳, 「信息, 非正規金融与中小企業融資」, 『經濟研究』, 2005年 第7期, pp.35~44.

邵平・秦龍・孔愛國, 「商業銀行對産業發展的催化」, 『金融研究』, 2007年 第12期, pp.113~124.

梁冰, 「我國中小企業發展及融資环境調查報告」, 『金融研究』, 2005年 第5期, pp.120~138.

楊福明・黃筱偉, 「非正規金融与正規金融協同性的實証分析」, 『上海金融』, 2009年 第4期, pp.84~88.

翁振榮, 「中小企業融資現狀, 原因及對策研究: 對浙江嘉興市企業的調查」, 『開放導報』, 2007年 第6期, pp.82~84.

徐志明, 「金融抑制与中小企業融資困境－基于江蘇省538家企業的實証分析」, 『金融理論与實踐』, 第9期(總第362期), 2009.

張震宇・張彤華・嚴海株, 「溫州民間流動性資本對銀行信貸影響研究」, 『浙江金融』, 2006年 第2期.

章家清・沈才胜, 「中小企業融資結构比較分析: 基于江蘇中小企業的問卷調查」, 『特區經濟』, 2008年 3月, pp.44~46.

田秀娟, 「我國農村中小企業融資道選擇的實證分析」, 『金融硏究』, 2009年 第7期, pp.146~159.

中國人民銀行廣州分行課題組, 「從民間金融到民營金融: 産業組織與産業規則」, 『金融硏究』, 2002年 第10期, pp.101~109.

中國工商聯課題組, 『中國小企業融資狀況調査』, 中國財政經濟出版社, 2010年 1月.

周月書・褚保金, 「中小企業融資結构及影響因素分析: 基于江蘇吳江和常熟中小企業的問卷調査」, 『南京農業大學學報』, 2009年 第2期, pp.54~60.

中國人民銀行調査統計司, 『金融統計分析報告』, 中國金融出版社, 2009年 6月, p.264, p.267.

Allen, F., J. Qian, and M. Qian, "Law, Finance, and Economic Growth in China," *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, 2005, pp.57~116.

Anderson, J., "Five Persistence Myths about Chin's Banking System," *Cato Journal*, Vol. 26, No. 2, 2006.

Ayyagari, Meghana, Aslı Demirgüç-Kunt, and Vojislav Maksimovic, "How Important Are Financing Constraints? The Role of Finance in the Business Environment," World Bank Policy Research Working Paper, No. 3820, 2006.

Ayyagari, Meghana, Aslı Demirgüç-Kunt, and Vojislav Maksimovic, "Formal versus Informal Finance: Evidence from China," World Bank Policy Research Working Paper, No. 4465, 2008.

Beck, Thorsten, "Financing Constraints of SMEs in Developing Countries: Evidence, Determinants and Solutions," *Financing Innovation-oirented Business to Promote Enterpreneurship: Experiences of Advanced Countries and Lessons to Korea*, edited by Dongsoo Kang, Korea Development Institute, 2007.

Berger, Allen N. and Gregory F. Udell, "Small Business Credit Availability and Relationship Banking: The Importance of Bank Organizational Structure," *Economic Journal,* Vol. 112, 2002, pp.32~53.

Hallberg, Kristin, "A Market-oriented Strategy for Small and Medium-scale Enterprises," *IFC Discussion Paper*, No. 48, 2001.

Huang, Yasheng, *Capitalism with Chinese Characteristics: Enterpreneurship and the State*, Cambridge University Press, 2008.

Huang, Zuhui, Xiaobo Zhang, and Yunwei Zhu, "The Role of Clustering in

Rural Industrialization: A Case Study of the Foodwear Industry in Wenzhou," IFPRI Discussion Paper, No. 705, International Food Policy Research Institute, 2007.

Petersen, Mitchell A., "Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches," *Review of Financial Studies*, No. 22, 2009, pp.435~480.

Ruan, Jianqing and Xiaobo Zhang, "Finance and Cluster-based Industrial Development in China," IFPRI Discussion Paper, No. 768, International Food Policy Research Institute, 2008.

Schreiner, Mark, "Credit Scoring for Microfinance: Can It Work?" *Journal of Microfinance*, Vol. 2, No. 2, 2000, pp.105~118.

Strahan, Philip E. and James Weston, "Small Business Lending and Bank Consolidation: Is There Cause for Concern?" *Currrent Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, March, 1996, pp.1~6.

Stiglitz, Joseph E. and Andrew Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," *American Economic Review*, Vol. 71, No. 3, 1981, pp.393~410.

Zhang, Guobin, "The Choice of Formal or Informal Finance: Evidence from Chengdu, China," *China Economic Review*, Vol. 19, 2008, pp.659~678.

제 7 장

중국 부동산시장의 현황 및 주택가격 적정성 분석

조 만 (KDI 국제정책대학원)

제1절 서 론

중국의 전국 주택가격은 2010년 1월 전년동월대비 14%의 높은 실질성장률을 기록하였다. 이는 2000년대 중반 미국, 유럽 국가에서 주택가격이 정점에 이르렀던 시기의 성장률과 유사한 수준이다. 이로 인하여 최근 중국 주택가격의 버블에 대한 논쟁이 국내외 학계와 언론의 주요 관심사가 되고 있다. 그러나 2010년 중반 이후 중국의 주택가격은 빠른 속도로 둔화하여 현재에는 실질성장률이 오히려 하락세로 돌아서고 있다.

본 연구는 2000년대 중국 부동산시장의 현황을 점검하고 대도시 주택가격의 결정요인 및 적정성에 대한 실증분석을 수행하는 데 그 목적이 있다. 시장 현황 분석에는 수요-공급 측면의 주요 펀더멘털 추이를 살펴보았고 여기에는 장기간 지속된 경제성장 및 도시화, 모기지대출의 증가, 임대료-매매가격 비율(또는 사용자 자본비용), GDP 대비 주택투자율 등이 포함되었다. 주택가격의 적정성을 분석하기 위하여 인구 1천만명 이상의 1선 도시(베이징, 상하이, 광저우)와 중국 5대 권역의 2선, 3선 도시의 자료를 이용하여 오차수정모형을 산정하였고, 이의 결과를 바탕으로 각 도시별 주택가격의 고평가-저평가 수준을 살펴보았다.

1949년 공산화 이후 중국에서 주택은 복지정책의 일환으로 공공부문의 계획·배급에 의존하는 체제를 유지해 왔다. 중국에서 주택 및 부동산 시장 형성의 계기가 된 중요한 사건은 1998년 중국 국무원(The State Council)이 주택의 현물배급 금지와 주택구입을 위한 현금지급방식으로 정책을 전환한 것과, 동년 중국인민은행이 상업은행에 대하여 주거용 모기지대출의 장려를 골자로 하는 규제완화를 발표한 것이다. 이후 중국의 주택 및 모기지 시장은 빠르게 성장하였고, 2003~08년 기간 중 연평균 17% 수준의 경이적인 GDP 성장률 등 거시경제의 약진에 힘입어 상해, 천진, 남경, 중경 등의 대도시에서 주택시장의 과열현상이 나타나기도 하였다. 그러나 2008년 9월 리먼사태로 시작된 글로벌 금융위기의 여파로 중국의 GDP 성장률은 일시적으로 5%대로 하락하였고, 이에 대한 대응책으로 중국정부는 4조위안(약 660조원)에 달하는 경기부양책과 팽창통화정책을 실시하게 된다.

최근 중국의 주택가격에 대한 실증분석은 이미 몇 개의 학술논문에서 다루어진 바 있다(Wu, Gyourko, and Deng[2010]; Wang, Yang, and Liu [2009]; Deng, Ma, and Chiang[2009] 등). 이 중에서도 Wu *et al.*(2010)은 가장 최근 자료를 이용하여 몇 가지 흥미로운 결과를 제시하고 있다. 구체적으로 2007년 이후 베이징과 7개 대도시에서의 매매가격-임대료 비율이 30~70%까지 상승하였음을 보여주고, 이에 대한 결정요인으로 대도시 토지가격의 상승과 미래 주택가격 상승에 대한 기대심리를 들고 있다. 본 연구에서는 위의 요인 및 추가적인 시장 펀더멘털의 영향을 5대 권역별(동북 3성, 화북권, 장강삼각주, 주강삼각주, 중서부내륙) 계량분석을 통하여 알아보았고, 분석시기도 2010년 말까지로 연장하였다.

실증분석의 주요 결과로 중국의 주택시장은 2005~10년 기간 중 주요 펀더멘털 변수의 중요도가 현격하게 변하는 구조 변화가 있었던 것으로 나타난다. 특히 최근 거시·금융 변수들의 영향이 증가하였고, 그중에서도 모기지대출의 증가가 최근 가격상승에 대한 중요한 설명요인인 것으로 나타났다. MDO/GDP 비율은 2005~10년 기간 중 모든 1선 도시에서 유의성이 높은 주택가격 결정요인으로 나타났고, 특히 본 변수의 영향은 베이징, 광저우에 비하여 상하이에서 매우 높은 것으로 나타났다. 지역 변수 중에는 임대-매

매가격지수 비율과 토지가격이 주택가격의 중요한 결정요인이라고 할 수 있다. 또한 권역별 회귀분석의 결과는 장강삼각주와 주강삼각주가 타 지역에 비해서 거시·금융 변수의 영향이 큰 반면, 토지가격은 중서부내륙이 더 높게 나타났다. 임대-매매가격지수 비율도 2005~10년 통계적 유의성이 현격하게 높아졌으며, 모수의 크기도 3개 도시 모두에서 증가하였다. 이 결과는 중국 주택소비자들의 주택수요가 모기지 이자율과 같은 금융비용, 미래 주택가격 상승에 대한 기대 그리고 제반 부동산세제에 따라 더욱 민감하게 반응하고 있음을 보여준다고 하겠다.

권역별 패널회귀분석의 결과는 펀더멘털 변수의 영향이 지역 간에 상당한 차이가 있음을 보여 주고 있다. 실질 GDP의 경우 모든 권역에서 99% 이상의 통계적 신뢰성이 있고 모두 양(+)의 모수를 보여주고 있다. GDP 변화에 대한 주택가격의 탄력성은 장강삼각주(1.84)와 주강삼각주(1.67)가 타 지역에 비해서 높게 나타나고 있다. 반면, 토지가격에 대한 주택가격의 탄력성은 중서부내륙(0.145)이 타 지역에 비해서 월등하게 높은 것으로 나타났다. 이는 동부 연안의 대도시가 금융시장 및 거시경제 상황의 변화에 더욱 민감하게 반응하는 반면, 내륙지방의 경우 토지가격 상승으로 인한 주택가격 상승효과가 더 중요한 변수임을 보여 주고 있다. GDP 대비 주택담보대출잔액은 전 지역에서 통계적으로 매우 유의한 결과를 보이고 있고, 이 변수의 경우에도 장강삼각주(2.17)와 주강삼각주(1.98)에서의 영향이 타 지역에 비해 높은 것으로 나타났다.

주택가격 고평가-저평가 분석의 결과는 1선 도시의 경우 1998~2010년 기간 중 최대 고평가가 대체로 10% 이하의 낮은 수준이고, 이는 중국 주택가격의 변화가 대부분 시장 펀더멘털에 의해서 설명되고 있음을 의미한다. 외국의 실증분석 결과와 비교하면, 미국의 경우 2006년경 미국의 로스앤젤레스, 라스베이거스 등의 도시에서 관찰된 고평가 수준이 50%를 상회하였고, 우리나라 강남의 경우 2008년 20% 수준의 고평가가 있었던 것으로 알려져 있다(Cho[2009]). 물론 각국의 자료와 계량분석모형이 상이하여 직접적인 비교는 쉽지 않으나, 본 연구의 분석 결과는 최근 중국 1선 도시에서 고평가 문제가 상대적으로 심각하지 않았고, 미국의 주택시장과 유사한 버블 붕괴

가능성은 희박한 것으로 판단된다.

Cho(2010)는 최근 미국 주택가격 버블 붕괴의 원인을 세 가지 요인에서 찾고 있다. 첫째, 2003~07년 기간 중 미국 주거용 모기지시장으로의 급격한 신용집중과 방만한 모기지 대출심사, 둘째, 1990년대 말부터 장기간 지속된 주택가격 상승과 1997년의 양도소득세 감면정책으로 인한 미래 주택가격 상승에 대한 기대심리 심화, 셋째, 2000년대 중반 장기평균을 상회하는 신규주택의 지속적인 과잉공급이 그것이다. 첫 번째 조건인 모기지시장의 유동성 급증은 중국 모기지시장에 2009년 초 이후 나타났으나, 미국 서브프라임 모기지시장에서와 같은 리스크가 과도한 신상품이나 방만한 대출심사의 문제는 없었던 것으로 보인다. 또한 미국의 대출기관들이 2007년 이후 주택가격의 하락, 연체율 증가 등의 대출여건 악화로 인해 급격한 대출감소를 시행하였고, 이것이 주택시장 및 거시경제여건의 악화로 이어지는 악순환을 경험한 바 있다. 그러나 중국의 경우 4개의 상업은행이 총대출의 90% 이상을 차지하고 있고 이들이 모두 국영은행이라는 점을 감안할 때, 미국과 같은 급격한 신용경색의 가능성은 매우 희박한 것으로 생각된다. 두 번째 조건인 가격상승에 대한 기대심리는 Wu *et al.*(2010)의 결과가 보여주는 바와 같이 일부 지역에 존재하였으나, 지속적인 도시화 등 긍정적인 장기 시장 펀더멘털로 인하여 급격한 주택가격 하락으로 이어질 가능성은 매우 낮은 것으로 판단된다. 마지막으로 주택의 과잉공급 가능성은 일부 2선, 3선 도시에 대해서 제기되고 있으나, 향후 중국의 도시인구는 2025년까지 약 3억 5천만명이 추가로 유입될 것으로 예견되고 있고,[1] 이는 중국의 대도시에서 주택부족 문제가 심각해질 것임을 보여주고 있다. 이에 대한 방증으로 중국정부는 중・저소득 가구를 위하여 3,000만채의 서민주택 공급을 계획하고 있으며, 따라서 미국에서와 같은 대량 과잉공급으로 인한 가격하락 가능성 또한 매우 낮은 것으로 생각된다.

서론 이후 본 장은 중국의 주택가격 추세 및 정책개입(제2절), 주요 시장 펀더멘털의 추이(제3절), 주택가격 적정성에 대한 실증분석(제4절), 정책 시

1 McKinsey Global Institute(2009).

사점 및 결언(제5절)의 순서로 구성되어 있다.

제2절 가격추세 및 주요 정책개입

1949년 공산화되기 이전 중국의 상하이, 베이징 등 대도시에서는 부동산 거래와 모기지대출이 비교적 활발했던 것으로 알려져 있다.[2] 그러나 1949년 이후 주택은 사회복지정책의 일환으로 공공부문에 의해 계획·배급되는 체제를 장기간 유지하게 된다.

중국의 부동산시장 발달의 전기가 된 사건은 1998년 중국 국무원이 사업체가 고용자에게 현물로 행하던 주택배급을 금지하고 대신 주택구입을 위한 현금을 지급하는 방식으로의 정책 전환이었다. 또한 동년 중국인민은행은 '주택대출관리방안(Management Provisions on Resident Housing Loan)'을 발표하여 중국 상업은행들의 주거용 모기지대출을 장려하게 된다. 위의 정책 전환 이후 중국의 중앙정부와 지방정부는 주거복지와 시장안정화를 위한 많은 정책들을 발표하게 되는데, Leung and Wang(2007)은 이와 관련해서 2002~07년 기간 중 총 45개에 달하는 정책이 발표되었음을 보고하였다.

중국의 전국 주택가격지수는 1998년 이후 현재까지 수차례의 가격 사이클이 있었음을 보여준다. [그림 7-1]의 실질주택가격 상승률은 1990년대 말 외환위기부터 2000년대 말까지 하락세를 보인 이후 2001~02년 기간 중 5~7% 수준의 상승률을 보이고 있다. 동 시기에 발표된 주요 정책은 2002년 7월 중앙정부인 '토지부(Ministry of Land Resource)'의 토지사용권을 공고·입찰·경매를 통하여 매각하는 내용의 규제이다(그림에서 ①로 표시).[3] 본 규제는 그 이전 다양한 채널에 의해 이루어지던 토지사용권의 매각을 지방

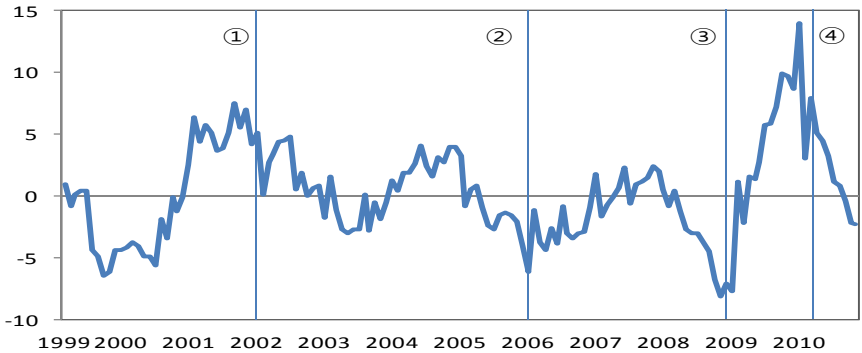
---

2 Deng and Liu(2009)를 참조하라. 중국 부동산거래의 최초 기록은 BC 20년 한나라 시대로 매우 오랜 역사를 가지고 있다.

3 규제의 영문 제목은 "Regulations on the Grant of State-owned Land Use Rights by Invitation of Bids, Auction and Listing for Sale". 또한 2003년 중국 국무원은 최초로 부동산이 중국 기간산업 중의 하나임을 선언하게 된다("Notice of the State Council on Promoting Sustainable and Healthy Development of Real Estate Market").

[그림 7-1] 중국 실질주택가격 성장률

(단위: 연간, %)



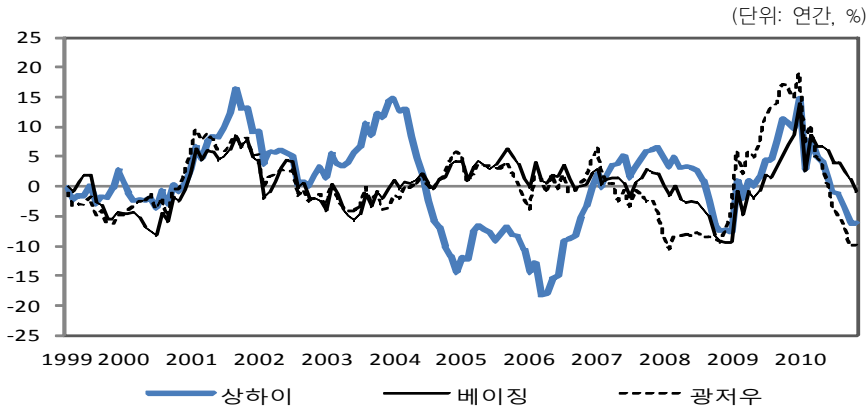
자료: CEIC.

정부로 일원화하였고, 따라서 지방정부는 이 부문에서 독점적인 역할을 수행하게 된다(Deng, Ma, and Chiang[2009]).

2000년대 중반의 주택가격 상승을 경험한 중국정부는 2006년 투자목적의 주택수요 억제와 동시에 공급 확대를 위한 일련의 부동산시장 안정화대책을 발표한다(그림에서 ②로 표시). 이의 주요 내용은 아래와 같다(Leung and Wang[2007]에서 인용). 본 정책이 가지는 중요한 의미는 본 정책 이후 중국의 주택시장이 거주면적에 따라 소형주택(economic housing)과 대형주택(luxurious housing)으로 양분되는 구조가 되었다는 것이다.

- 주택개발 사업자는 전체 건축물량의 70% 이상에 면적 90㎡ 이하의 소형주택을 의무적으로 포함
- 모기지대출에 있어서 소형주택의 경우 주택가격 대비 최소 20%의 계약금을 지불하여야 하고(즉, 최대 담보인정비율(LTV) 80%), 대형주택의 경우 최소 계약금을 30%로 규제
- 기존 주택에 대한 거래세 면제요건 강화(최소 거주기간 2년에서 5년으로)
- 토지공급 증가를 위한 정책(1/3 이하의 기개발지역이나 1/4 이하의 기투자지역은 자유거래 대상 토지로 정함.)

[그림 7-2] 중국 1선 도시 실질주택가격 성장률



중국의 주택가격은 글로벌 금융위기의 영향으로 2008년 하반기에 일시적으로 하락세를 보였으나, 2009년 초반 이후 빠르게 상승하여 2009년 말 15%에 육박하는 실질 성장률을 보이고 있다. 이는 동 시기에 시행된 중국정부의 경기부양책(4조위안 상당) 및 팽창통화정책에 영향을 받은 것으로 보이며(그림에서 ③으로 표시), 이에 대해서는 제3절에서 상술하기로 한다.

부동산시장 과열에 대한 대응책으로 중국정부는 2010년 초반 일련의 강력한 투기억제정책을 펼치고 있고(그림에서 ④로 표시), 여기에는 모기지대출에 있어서 최대 LTV를 80%에서 70%로 하향 조정($90m^2$ 이상의 주택에 한하여), 두 번째 주택에 대해서 최대 LTV를 60%에서 50%로 하향 조정, 세 번째 이상의 주택에 대한 대출 억제, 그리고 주택에 대한 지방 보유세제 도입 등이 포함된다(Wu, Gyourko, and Deng[2010]). 실제로 2010년 중반 이후 전국 및 1선 도시의 주택가격은 매우 빠른 속도로 둔화되고 있고, 이는 대출규제 등 중국정부의 강력한 부동산시장 안정화 조치에 기인한 것으로 여겨진다.

중국의 주택가격 변화율은 지역적으로 큰 편차를 보인다. [그림 7-2]는 인구 천만명 이상의 1선 도시들(베이징, 상하이, 광저우)의 실질주택가격 성장률을 보여준다. 베이징과 광저우의 가격변화 패턴은 대체로 유사한 반면, 상하이는 이들과 매우 상이한 가격변동 주기를 보이고 있다. 그러나 2008년의

[그림 7-3] 중국 대도시 대비 주택가격 비율



자료: Syn(2011).

글로벌 금융위기 이후에는 중국 1선 도시의 주택가격이 유사한 상승 추세를 보이고 있고, 이는 2009년부터 중국정부가 시행한 팽창통화정책과 대규모의 유동성 증가가 주요 요인으로 나타나고 있다(제4절의 실증분석 참조).

현재 중국 대도시의 소득 대비 주택가격은 중국 전체로는 8.1 수준이지만, 베이징(15), 상하이(13.2), 선전(13.7) 등의 대도시에서는 매우 높은 수준을 유지하고 있다(그림 7-3 참조). 중국정부는 2000년대 들어 대량 보급되고 있는 '상품형 주택'이 중·저소득층의 구매가 가능하지 않다는 인식하에 서민 주거복지를 위한 '보장형 주택'의 공급을 늘리고 있고, 우리나라에서 1990년대 초반에 시행된 주택 200만호 건설과 유사한 정부 주도로 3,000만 채에 달하는 서민주택 건설을 계획하고 있다.[4]

4 이는 필자가 2011년 8월 24~26일 기간 중 중국사회과학원 소속 '도시발전 및 환경연구소'를 방문하는 중 중국 측 연구자들에 의해 논의된 사항이다.

제3절 시장 펀더멘털 추이

1. 경제성장 및 도시화

중국의 명목 GDP 성장률은 1998년 이후 현재까지 연평균 13.6%의 지속적인 고속성장을 유지하고 있다. 특별히 2003~08년 기간의 세계적인 저금리 환경과 실물경기 호황에 힘입어 연평균 17%의 폭발적인 성장률을 기록하였다. 글로벌 금융위기의 여파로 2009년 초반 일시적으로 5%대의 성장률을 보였으나, 이후 빠른 속도로 회복하여 2009년 하반기부터는 다시 15% 이상의 빠른 성장세를 보이고 있다. 이와 같은 지속적인 경제성장은 가계부문의 가처분소득의 증가와 함께 주거용·상업용 부동산에 대한 수요 증가, 그리고 대규모 SOC 개발사업의 증대로 이어지고 있다.[5]

거시경제의 빠른 성장세와 함께 수요 측면에서 또 하나의 중요한 요인은 1970년대 중반 이후 지속적으로 진행되어 온 도시화 추세이다. 1975년 25% 수준이었던 도시인구비율이 이후 지속적으로 증가하여 2010년 말 현재 약 45%에 달하고 있다. 2010년 현재 중국의 도시거주인구는 5억 7천만명이고 2025년까지 9억 3천만명(64%)으로 증가할 것으로 예견되고 있고(McKinsey Global Institute[2009]), 이는 약 3억 5천만명이 도시에 추가 유입될 것임을 의미한다. 또한 동 보고서는 중국에서 인구 천만명 이상이 되는 메가시티가 2005년에는 상하이와 베이징 두 지역뿐이었으나 2025년에 8개로 늘어나고, 인구 100만명 이상의 중·대형 도시도 2025년까지 221개로 증가할 것으로 전망하고 있다(참고로 유럽 전체에서 100만명 이상 도시는 현재 35개임).

중국의 도시인구비율은 75~80%에 이르는 OECD 국가들의 평균에는 미치지 못하는 수준이나, 중국의 12억 인구를 감안할 때 지속적인 도시화로 인한 신규주택 수요 및 주택투자의 증가가 예상된다. 이와 관련하여 Renaud (2011)는 개발도상국가에서 도시화와 (GDP 대비) 주택투자율과의 상관관계에

5 향후 도시화로 필요한 추가 주택 5,400만채(DTZ Research[2010]), 2025년까지 50억m^2의 포장도로가 건설될 전망이다(McKinsey Global Institute[2009]).

〈표 7-1〉 중국의 거시 및 금융 변수 추이

(단위: 전년동기대비, %)

		1998~2002	2003~08	2009~10
명목 GDP 증가율		8.8	17.4	8.6[6]
평균 명목임금 증가율		12.0[1]	15.1	–
소매판매 증가율 (베이징, 상하이, 광저우의 평균)		–	18.0[4]	14.6[6]
소비자신뢰지수		110.2	109.8	104.0
소비자물가지수 증가율		–1.5[2]	1.1	–1.1[7]
대출금리 (기말 기준)	6개월	5.6	5.4	5.1
	1년	5.9	5.9	5.6
	3년 미만	6.0	6.0	5.6
	5년 미만	6.2	6.2	6.0
FDI 증가율	전체	11.0	23.9	–39.3[6]
	한국	22.6	132.9	–49.2[6]
명목 주택대출 증가율(잔액 기준)		–	22.0[5]	36.5
명목 건설투자 증가율		–	23.2	23.8[6]
명목 토지가격 증가율(기말 기준)		4.4[2]	22.8	6.4[6]
실질 주택가격지수 증가율 (70개 도시 기준)		0.5	0.4	–4.6[6]
주택거래량 증가율		28.9	30.1	47.8
명목 주택투자 증가율		27.8	27.5	23.5

주: 1) 1998~2000년 증가율의 평균임.
2) 2002년 증가율임.
3) 1999~2002년 증가율의 평균임.
4) 2005~08년 증가율의 평균임.
5) 2006~08년 증가율의 평균임.
6) 2009년 증가율임.
7) 2009~10년 11월 증가율의 평균임.
8) 2009~10년 3사분기 증가율의 평균임.

자료: CEIC; IFS.

대하여 논하고 있다. 즉, 도시화의 초기단계에서는 주택투자율이 통상 2~3%의 낮은 수준에 머물지만, 도시화가 빠르게 진행되어 도시인구비율 증가율이 정점에 달하는 시기에는 주택투자율이 7~8%까지 상승하고, 이후 도시인구비율의 증가율이 둔화되는(즉, 양(+)의 성장률이나 이의 변화율은 음(−)의 상태) 시기에는 주택투자율이 3~4% 수준으로 회귀한다는 것이다. 이

를 토대로 미루어 볼 때, 중국의 도시화 단계는 우리나라에서 주택투자율이 7% 이상으로 유지되었던 1990년대 초·중반의 단계로 진입하고 있는 것으로 유추해 볼 수 있고, 따라서 적어도 향후 수년간 대규모 부동산개발사업이 지속될 것으로 예상할 수 있다.

2. 모기지대출 증가

1998년의 주택개혁 이전 중국의 주거용 모기지대출은 주택시장에서 그 역할이 크지 않았다. 그 일례로 1997년 주거용 모기지대출 잔액이 190억위안에 불과하였으나,[6] 2005년 1사분기 1.8조위안, 그리고 2010년 4사분기 6.2조위안(2011년 4월 21일 환율 기준 1,026조원)으로 급증하였다. 이는 1997~2010년 기간 중 총 326배, 연복리평균 52%의 경이적인 성장률이다. GDP 대비 모기지대출 잔액도 2005년 18% 수준에서 현재 28%까지 증가하였다.

중국의 주거용 모기지대출 잔액은 특별히 2009년 초부터 2010년 초 사이의 1년 동안 GDP 대비 약 19%에서 27%까지 급성장하게 된다. 이는 중국정부의 팽창통화정책으로 인한 유동성 증가에 기인하는 것으로 보이고, 이는 주택시장에서 수요 및 가격 상승의 요인이 되었을 것으로 생각된다.[7] 미국의 경우에도 2003~07년 사이 서브프라임 모기지대출의 증가로 인하여 주택소유에 따른 사용자 자본비용이 크게 하락하였음이 문헌에 보고되고 있다.[8] 이 외에도 동 기간 중 미국의 모기지대출 확대가 이와 같이 주택가격 상승폭을 높이고 가격 버블의 형성에 기여했다는 이론적·실증적 분석이 현재 다수 제기되고 있다.[9]

---

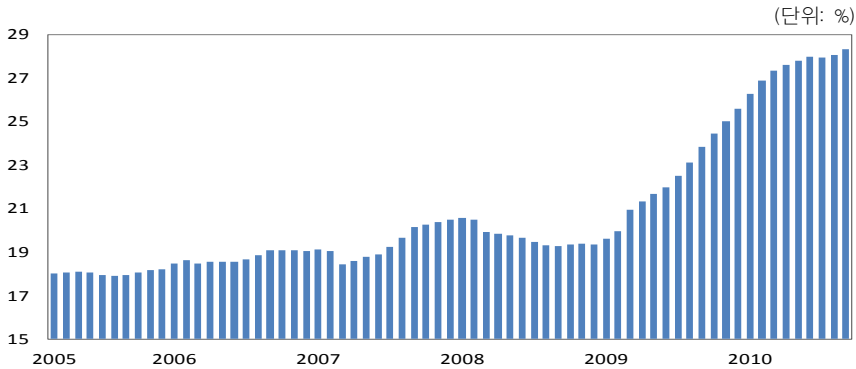
6 Deng and Liu(2009).

7 중국 주택대출잔액(Mortgage Debt Outstanding: MDO)의 GDP 대비 비율은 우리나라의 34%에 비하여 낮은 수준이고, 다른 OECD 국가에 비해서도 낮은 수준이다. 중국정부의 재정지출이 늘어난 2009년 이후 빠른 상승세를 보이고 있으나, 지난 10여 년간 미국, 호주, 스페인, 아일랜드 등의 국가에서 나타난 MDO-to-GDP 비율의 상승에 비하면 성장속도가 빠르다고 할 수 없다.

8 Duca, Muelbauer, and Murphy(2009) 참조.

9 Mishkin(2007), Mian and Sufi(2009), Duca, Muelbauer, and Murphy(2009), Pavlov and Wachter(2009) 등 참조.

[그림 7-4] 중국 GDP 대비 주택대출 잔액



자료: CEIC.

중국의 주거용 모기지는 대부분 변동금리상품이고, 4개의 국유상업은행이 전체 대출의 90%를 차지하고 있다. 이 중에서도 중국공상은행(Industrial and Commercial Bank of China: ICBC)과 중국건설은행(China Construction Bank: CCB)의 시장점유율이 70%에 달하고 있다(Deng and Liu[2009]). 대출의 종류는 신규주택의 경우 자금조달방식에 따라 은행예금을 통한 '일반대출(Individual Account Housing Loan)'과 우리나라의 국민주택기금에 해당하는 '기금대출(Provident Fund Housing Loan)'로 나뉘고, 이외에도 기금과 예금을 혼합한 대출 및 기존 주택의 구입에 대한 대출로 구분된다. 2차 시장을 통한 자금조달은 중국공상은행의 MBS 발행 시도가 2009년에 있었으나, 현재까지는 매우 미미한 상태이다.

대출조건은 담보인정비율(LTV)이 감정가격과 매매가격 중 낮은 것을 기준으로 80%를 넘지 못하며, 부채상환비율(DTI)도 70%를 넘지 못하는 것으로 규제되고 있다.[10] 소득증빙 및 기타 관련 서류의 제출이 의무화되어 있고, 최장 만기는 30년으로 정해져 있다. 원리금 상환방식은 만기 1년 이상인 경우 원금 균등분할상환을 원칙으로 하고 있다. 대출이자율은 일반대출의 경우 만기 5년 이하는(2005년 10월 기준으로) 4.77%, 5년 이상은 5.04%이

10 대출기준 및 대출이자율은 중국인민은행에 의하여 결정되는 것으로 알려져 있으나(Deng and Liu[2009]), 대출기관의 자율권이 어느 정도 인정되는지는 차후 확인이 필요하다.

고, 기금대출의 경우 이보다 약 100bp 낮은 3.6%(5년 이하)와 4.04%(5년 이상) 수준이다. 이자율은 필요에 따라(부정기적인 것으로 파악됨) 중국인민은행이 결정하여 고시하고, 이는 모든 모기지 신규 및 기존 대출에 적용된다(Deng and Liu[2009]).[11]

중국의 모기지대출에 있어서 흥미로운 사실은 주택선분양의 역할이다. 중국에서도 우리나라와 같이 신규주택에 대한 선분양제도를 시행하고 있는데, 대출기관은 착공 전 계약시점에서 모기지대출을 실행한다. Deng and Liu (2009)는 이와 같은 대출행태가 모기지의 채무불이행 및 조기상환 리스크에 영향이 있음을 실증분석을 통하여 보여주고 있다. 즉, 공사 도중에 건설업체가 도산하거나 준공된 건물이 계약 당시의 조건을 충족시키지 못하는 경우 거의 대부분 대출채권의 부도로 이어지고, 적절한 준공이 된 경우에는 많은 경우 대출채권이 조기 상환되는 것으로 나타났다. 이는 1998~2003년 기간 중 주식시장의 호황기에 소비자들이 주택의 처분을 통하여 주식시장에 투자한 것으로 저자들은 해석하고 있다. 이는 중국에서 부동산과 주식이 자본시장에서 서로 대체재의 관계에 있음을 보여주는 사례라고 하겠다.

2009년 이후 중국 모기지시장의 성장은 금융위기 이후 중국정부의 통화정책에 기인하고 있다. 그 일례로 2009년 신규 중장기 대출의 산업별 분포는 인프라 건설 50%, 리스 및 상업서비스업 13.1%, 부동산업 12.3%, 제조업 10.2% 순서이다(제2절 참조). 중국의 통화정책은 1997년 아시아 금융위기 이후 2001년까지 저물가·저성장에서 탈출하기 위하여 기준금리 인하, 신용확대 등의 완화적 통화정책을 실시하였다. 2004년 인플레이션 상승에 대응하기 위하여 금리인상, 투자규제 강화 등의 긴축기조로 전환하였고 이는 통화량 및 은행대출 증가율도 크게 둔화시켰다. 2007~08년에는 경기과열 및 인플레이션 현실화로 긴축정책이 더욱 강화되었다.

그러나 2008년 9월 리먼사태 이후 글로벌 유동성의 급격한 위축현상이

---

11 중국에서 미국의 서브프라임 모기지시장에서와 같이 유동성의 증가가 방만한 대출심사(즉 DTI, LTV, 소비자 신용등급, 증빙서류 요구 등에 있어서)와 고위험 모기지상품의 대량 보급(예: 옵션 변동금리 모기지)으로 이어졌느냐 하는 것이다. 이와 같은 대출행태는 현재 없는 것으로 보이나, 관련 자료의 추가 분석이 필요하다.

나타나자 중국정부는 4조위안 규모의 경기부양책을 발표하였고, 이와 같은 확장적 재정정책을 뒷받침하기 위하여 팽창통화정책을 실시하였다(2009년 중 은행대출 증가율과 M2 증가율은 각각 31%와 27%에 달함). 이후 빠른 회복세가 실현됨에 따라 경기부양의 후유증으로 자산가격 상승, 인플레이션 압력 누적, 지방정부에 의한 과잉투자 등이 발생하여 출구전략의 필요성이 부각되어 2010년 11월과 12월에 금리인상을 단행하여 긴축정책으로 전환하였다(제2절 참조).

3. 사용자 자본비용

위에서 논의한 주택수요 상승 및 대출 증가는 미래 주택가격 상승에 대한 기대심리를 높이고, 이는 주택소유에 따르는 사용자 자본비용(user cost of capital: UC)을 하락시킴으로써 자산가격의 상승요인으로 작용하게 된다. 실제로 Duca *et al.*(2009)는 미국의 주거용 모기지시장에서 1998~2007년 기간 중 대출 증가에 따르는 UC의 감소를 실증적으로 보여주고 있다. 중국에서도 주택실물시장의 호황과 함께 모기지대출의 증가는 유사한 가격상승 효과가 있었을 것으로 기대된다.

주택투자에 있어서 UC의 역할에 대해서는 많은 이론적·실증적 연구가 있어 왔다.[12] 이는 기본적으로 소비자의 주택투자 균형조건으로 주택소유에 따르는 한계수입(즉, 일정 수준의 주택으로부터의 임대료)과 한계비용(주택소유에 따르는 세후(after-tax) 자본비용)이 일치하여야 한다는 것이다.

$$R_t = i_t P_t - (1-t_c)E_t[\pi_{t+k}]P_t = \mu_t P_t \qquad (1)$$

식 (1)은 특정 시기, 특정 주택에 대한 임대료(R)는 금융비용, 감가상각, 유지비용, 주택투자에 대한 리스크 프리미엄 등을 포함한 제 비용(μ)에 주택가격(P)을 곱한 값과 일치하여야 함을 의미한다. 비용의 산정에 있어서

12 Hendershott and Slemrod(1983), Poterba(1984), Chinloy(1991), Himmelberg, Mayer, and Sinai(2005), Mishkin(2007), Cho, Kim, and Wachter(2010) 등이 주택시장에서의 UC에 대한 분석을 실시하였다.

미래 기대주택가격상승($E[\bullet]$)(양도소득세율 t_c를 반영한 세후 기대양도소득)은 음(−)의 비용으로 작용한다.

팽창통화정책이 UC에 주는 영향으로는 첫째, 모기지 이자율 하락으로 인한 비용 감소(i 하락); 둘째, 유동성 증가로 인한 제도권 주택금융서비스의 확대(즉, 더 많은 소비자가 낮은 이자율로 대출서비스를 받을 수 있고 이는 수요상승 요인으로 작용); 셋째, LTV 상승 등 대출심사 기준의 완화로 인한 대출 증가 및 수요상승 효과가 있다. 또한 주택가격과 UC는 내생적인 관계에 있어서 상호 영향을 주게 된다(즉, 미래 가격상승에 대한 기대심리 확대가 UC 하락으로 이어지고, 이는 다시 주택가격의 상승요인이 되며, 이는 또한 가격상승의 기대심리를 높임). 마지막으로, (i의 결정요인으로) UC는 부동산 관련 세금정책을 반영하게 되는데 미국의 경우 1997년 주택거래에 따르는 양도소득세의 대폭 완화가 주택가격의 상승으로 이어졌음이 문헌에 보고되고 있다.[13]

중국의 주택가격 상승에 대한 기대심리의 실증적 증거로 Wu, Gyourko, and Deng(2010)은 중국 대도시의 가격 대비 임대료 비율(price-to-rent ratio: PTR)이 매우 높고 빠르게 상승하고 있음을 보여준다. 즉, 2007년 당시에는 평균 26 수준이었으나 2010년에 46으로 증가하였다. PTR 46은 이의 역수인 임대료-가격비율이 2.2% 수준인 것을 나타내며 이는 주택소유에 따르는 사용자 자본비용이 매우 낮은 상태임을 의미하고, 우리나라에서 최근 부동산시장의 호황기였던 2006~07년 당시 강남의 임대료-가격비율과 유사한 수준이다.[14]

4. 토지공급 및 주택건설

중국의 토지가격은 2002~03년 기간 중 전국적으로 상승세를 보였고, 특별히 상하이는 동 기간 중 20%를 상회하는 연간 성장률을 보인다(그러나 베

13 이에 대한 논의는 Shan(2008) 참조.
14 Kim and Cho(2010) 참조.

이징은 동 기간 토지가격이 안정세를 보임). 이후 2005~06년의 하락기를 거쳐 2007~08년에는 상승하였고, 금융위기 기간인 2008년 후반부터 2009년 초반까지 전 지역에서 유사한 하락세가 보인다. 2009년 중반 이후 다시 상승세를 보이는 토지가격은 전국적으로 연간 성장률 20%에 육박하는 높은 상승세를 보이고 있다. 중국 대도시 토지가격에 관하여 Wu *et al.*(2010)은 토지가격의 헤도닉모형을 이용하여 토지의 위치 등 특성을 고려한 '일정 수준 토지가격지수(Constant Quality Land Price Index: CQLPI)'를 개발하였고, 이를 통하여 중국 7개 대도시의[15] CQLPI가 2003년 이후 8배 상승하였음을 보여준다. 토지가격이 주택가격에서 차지하는 비중도 2003~07년 사이 30~40%에서 2008~10년 사이 60%로 증가하여 중국 주택가격 상승의 주요 요인 중의 하나가 토지가격 상승에 있었음을 보여주고 있다.

중국의 주택투자율(GDP 대비)도 1998년 1% 수준에서 꾸준히 상승하여 2010년 4사분기 현재 5.8% 수준을 기록하고 있다. 이는 우리나라 주택투자율의 장기 평균과 유사한 수준이고, 1990년대 초·중반 주택 2백만호 건설사업의 영향으로 우리나라에서 주택투자율이 7~8%까지 상승한 사례를 감안할 때, 중국의 주택투자율도 더욱 상승할 가능성이 큰 것으로 보인다. Ellis(2008)에 의하면 미국의 현재 주택가격의 하락은 2000년대 초·중반 주택의 과잉공급이 주요 원인이었던 것으로 분석하고 있다. 현재까지 분석한 자료에 의하면 중국 2선, 3선 도시에는 주택의 과잉공급 상황이 일부 감지되고 있으나,[16] 미국과 유사한 수준의 과잉공급 및 미분양 사태는 없는 것으로 판단된다.

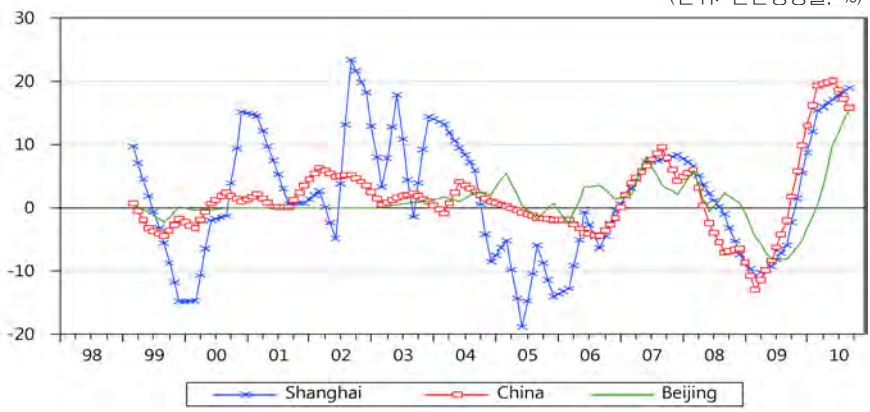
지역별 주택투자는 중국 전체의 경우 1996년 이후 연복리평균 24%의 매우 높은 상승률을 보이는 반면, 베이징과 상하이는 이보다 낮은 20%, 9.3%를 각각 보이고 있다. 이는 주택투자가 1선 도시보다는 2선, 3선 도시에서 동 기간 중 더욱 큰 상승률을 보였음을 의미한다. 그러나 1선 도시의 주택투자증가율은 2010년 크게 증가하여 베이징 66%, 상하이 34%의 높은 연간

---

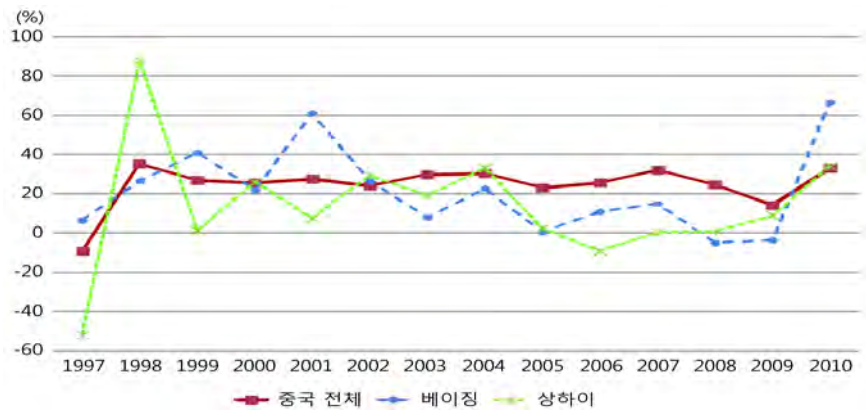
15 분석에 포함된 도시는 청두, 항저우, 상하이, 선전, 천진, 우한, 시안이다.
16 Syn(2011) 참조.

[그림 7-5] 중국 전체, 베이징 및 상하이의 토지가격 추세

(단위: 연간성장률, %)



[그림 7-6] 중국 전체, 베이징 및 상하이의 연간 주택투자증가율



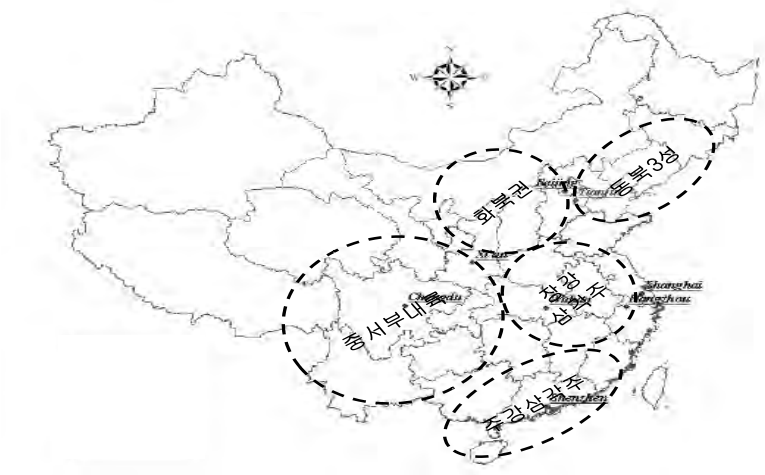
성장률을 보이고 있다. 주택거래량도 2009~10년 기간 중 연평균 48%의 높은 상승률을 보였고, 이는 1998~2002년의 29%, 그리고 2003~08년 기간 중의 28%보다 월등하게 높은 수준이다.

제4절 가격적정성 실증분석

1. 자료 및 기초통계

본 연구에는 중국 국가통계국(National Bureau of Statistics)에서 발표하는 70개 대도시 주택가격지수가 사용되었다.[17] 국가통계국의 가격지수는 1998년 1사분기부터 2010년 3사분기까지의 분기별 지수와 2005년 7월부터 2010년 11월까지의 월간 지수 두 종류가 있다. 본 장의 회귀분석에서는 분기별 자료를 월간자료로 보간(interpolation)하고, 두 지수 통계의 2005년 7월 값을 각 도시별로 일치시켜 월간화된 자료를 사용하였다. 회귀분석은 중국의 3개 1선 도시 및 각 권역별 도시에 대한 패널회귀분석 방식으로 수행하였다. 중국의 5대 권역은 [그림 7-7]에서 보는 바와 같이 동북 3성, 화북권, 장강삼각주, 중서부내륙, 주강삼각주이고(각각에 포함된 도시 및 주택가격 추세는 부록 1 참조), 시장 펀더멘털 변수들은 전국 또는 도시별 자료를 사용하였다.

[그림 7-7] 중국의 5대 권역



17 주택가격지수와 기타 회귀분석에 사용된 자료는 자료판매 회사인 CEIC에서 구입하였다.

〈표 7-2〉 1998~2010년간 실질주택가격[1] 증가율에 대한 기초통계량(국가별 비교)

(단위: 전년동기, %)

	평균	표준편차	CV[2]	최댓값	최솟값
중국[3]	**-0.28**	**3.89**	**-13.98**	**13.95**	**-8.09**
미국	2.83	4.34	1.53	8.14	-6.20
일본	-2.86	1.38	-0.48	-0.40	-5.48
독일	-1.66	1.49	-0.90	1.56	-3.91
프랑스	5.92	5.84	0.99	13.27	-6.73
이탈리아	3.48	3.44	0.99	7.30	-3.53
영국	6.44	7.15	1.11	14.35	-9.00
캐나다	4.60	4.43	0.96	9.83	-2.79
호주	6.15	5.17	0.84	15.96	-0.40
벨기에	4.97	2.88	0.58	9.74	0.11
덴마크	3.97	8.71	2.19	19.26	-13.19
핀란드	2.60	4.26	1.64	7.78	-3.72
아일랜드	5.79	10.03	1.73	19.08	-11.64
한국	0.22	6.87	30.75	13.15	-14.56
네덜란드	4.68	5.16	1.10	14.15	-2.75
노르웨이	5.92	5.56	0.94	12.43	-4.47
뉴질랜드	4.46	8.48	1.90	18.43	-7.68
스페인	5.80	7.14	1.23	16.33	-7.70
스웨덴	6.53	3.61	0.55	10.97	-0.32
스위스	1.32	1.83	1.38	5.48	-0.80

주: 1) 명목 주택가격을 개인 소비 디플레이터로 실질화함.
2) CV=표준편차/평균
3) 분기주택가격지수를 연간화하여 CPI로 실질화함((1+△HP)/(1+△CPI)-1).
자료: OECD; CEIC.

1998~2010년 기간 중 중국의 주택가격은 일본, 독일과 같이 음의 장기 평균(-0.28%의 평균 실질성장률)을 보이고 있다(표 7-2 참조). 표준편차도 미국, 유럽 국가들에 비하여 낮은 수준이다.[18] 반면, 최대 성장률은 중국이 13.95%로 미국, 유럽 국가들과 유사한 수준이다. 도시별 최대 주택가격 상승률(연간)은 대체로 15~18% 수준을 보이고 있으나, 선전(深川)의 경우 44%

18 중국 3.89%에 비하여 미국 4.34%, 스페인 7.14%, 영국 7.15%, 아일랜드 10.03%이다.

의 매우 이례적인 성장률을 기록하여 2006년경 미국 라스베이거스와 유사한 수준을 보이고 있다.

2. 실증분석 모형 및 결과

중국 주택가격 변화의 결정요인과 가격수준의 적정성(즉, 고평가 또는 저평가 여부)을 알아보기 위하여 Capozza *et al.*(2004) 등에서 사용된 2단계 오차수정모형(Error Correction Model: ECM)을 사용하였다.[19]

$$H_{i,t} = f(X_{i,t};\theta) + d_i + \epsilon_{i,t} \tag{2}$$

$$h_{i,t} = \alpha h_{i,t-1} + \beta(H_{i,t-k} - H^{*}_{i,t-k}) + v_{i,t} \tag{3}$$

식 (2), (3)의 종속변수는 각각 (시기 t 도시 i의) 로그주택가격(H)과 로그변화율($h_{i,t} = H_{i,t}/H_{i,t-1}$)이다. 식 (2)는 3개 1선 도시 및 각 권역별 도시 자료를 이용한 패널모형으로 설정하였고, 독립변수로는 시장펀더멘털(X)과 도시별 고정효과(d)가 포함되었다. X에 포함된 변수와 식 (2)에서의 예상부호는 아래와 같다. 식 (2)의 잔차항은 각 도시의 특정 시점에 있어서 주택가격의 고평가/저평가 정도를 보여준다.

- 실질 GDP(로그, 계절 조정, 전국)(+)
- 실질주택투자액(로그, 계절 조정, 전국)(−)
- 3년 만기 주택담보대출 금리(전국)(−)
- 실질토지가격지수(로그, 도시별)(+)
- 임대-매매가격지수 비율(로그, 도시별)[20](−)
- GDP 대비 주택담보대출 잔액(전국, 2005~10년의 자료)(+)

---

19 ECM은 주식, 주택 등 자산가격의 평균회기 특성에 대한 실증분석에 널리 사용되고 있다. Porterba and Summers(1988), Abraham and Hendershott(1996), Capozza, Mack, and Hendershott(2004), Cho(2009) 등 참조.

20 도시별 주택임대료 자료의 부재로 인하여 임대가격 및 매매가격의 지수를 사용하여 임대료 수준을 추정하고자 하였다.

식 (3)은 각 도시별 자료를 이용하여 시계열 상관관계 계수(α)와 평균회귀 계수(β)를 구하기 위하여 산정하였다. 본 식은 음(−)의 값을 가진 β하에서 균형가격(H^*)과 실제가격(H)과의 갭(즉, 식 (2)의 잔차항 ($H_{i,t-k} - H^*_{i,t-k}$))이 시간이 지남에 따라 영으로 회귀함을 의미한다. 위의 시장 펀더멘털 중 주택투자율은 가격과의 내생적인 관계를 가정할 수 있는 공급변수인 관계로 이에 대한 별도의 모형을 추정하여 이의 예측치를 식 (2)에 포함시키는 2단계 최소자승방식(2-Stage Least Square)으로 계수를 산정하였다.

〈표 7-3〉과 〈표 7-4〉에서는 3개 1선 도시(베이징, 상하이, 광저우)에 대한 개별 회귀분석으로 1998~2010년 및 2005~10년의 두 시기로 나누어 진행한 회귀분석의 결과를 보여주고 있다.[21] 실증분석의 주요 결과로, 중국의 주택시장은 2005~10년 기간 중 주요 펀더멘털 변수의 중요도가 현격하게 높아지는 구조 변화가 있었던 것으로 나타난다. 예를 들면, 1998~2010년 기간 중 토지가격과 사용자비용은 세 도시 모두에서 예상되는 부호와 통계적 유의성을 보이고 있으나, 실질 GDP 및 주택투자총액은 예상 부호 및 통계적 유의성이 낮은 것으로 나타나고 있다. 이에 반하여 2005~10년 기간에는 포함된 모든 변수가 대체로 통계적으로 유의하고 예상되는 계수의 부호를 보여주고 있다. 또한 2005~10년 기간 중 추가된 MDO/GDP 비율은 모든 1선 도시에서 유의성이 높은 주택가격 결정요인으로 나타났고, 특별히 본 변수의 영향은 베이징 및 광저우에 비하여 상하이에서 매우 높은 것으로 나타났다.

또한 임대-매매가격지수 비율은 2005~10년 통계적 유의성이 현격하게 높아졌으며, 계수의 크기도 세 도시 모두에서 증가하였다(베이징 −0.49, 광저우 −0.83, 상하이 −0.94). 이 결과는 본 변수가 예상과 같이 주택가격의 중요한 결정요인임을 보여줄 뿐만 아니라, 중국 주택소비자들의 투자행태가 시간이 지남에 따라 사용자 자본비용에 더욱 민감해지는 것으로 추론해 볼

---

21 이 외에도 3개 1선 도시에 대한 패널회귀분석 등 다양한 모형을 시도하였고, 사용자자본비용을 대신하여 모기지 이자율을 포함시켜 보았으나, 〈표 7-3, 4〉의 결과가 계수의 측정에 있어서 강건성(robustness)이 우수하고 해석도 용이하여 이를 주요 결과로 논의하기로 한다.

〈표 7-3〉 1선 도시별 실질주택가격의 회귀분석 결과(1998~2010년)

변수명	베이징	광저우	상하이
log(실질 GDP_sa)	−0.019 (−0.15)	−0.489*** (−3.44)	−0.034 (−0.08)
log(실질 주택투자총액_sa)_hat	0.019 (0.27)	0.262*** (3.51)	0.013 (0.06)
log(실질 도시별 토지가격지수)	0.327*** (3.82)	0.479*** (5.60)	0.460*** (4.96)
log(도시별 임대-매매가격비율)	−0.057*** (−4.83)	−0.794*** (−11.14)	−0.569*** (−9.80)
상수항	3.780*** (98.54)	3.837*** (74.35)	3.556*** (34.49)
R-squared(Adj.)	0.53 (0.52)	0.62 (0.60)	0.80 (0.79)
관측 수	151	151	151

주: 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의함.
2) log(실질 주택투자총액_sa)_hat은 log(실질 주택투자총액_sa)=f(실질 GDP, 1선 도시 실질 토지가격의 평균, 1선 도시 임대-매매가격비율의 평균)을 회귀분석하여 구한 예측치임.

〈표 7-4〉 1선 도시별 실질주택가격의 회귀분석 결과(2005년 1월~2010년 9월)

변수명	베이징	광저우	상하이
log(실질 GDP_sa)	0.101 (0.36)	0.522*** (2.55)	2.566*** (11.19)
log(실질 주택투자총액_sa)_hat	−0.165 (−0.80)	−0.479*** (−3.15)	−1.956*** (−11.23)
log(실질 도시별 토지가격지수)	0.336*** (3.10)	0.458*** (7.88)	−0.435*** (−5.35)
log(도시별 임대-매매가격 비율)	−0.493*** (−8.87)	−0.836*** (−17.67)	−0.944*** (−26.63)
MDO/GDP	1.257*** (4.65)	1.239*** (6.36)	3.125*** (10.23)
상수항	4.509*** (12.24)	5.072*** (17.78)	7.301*** (21.91)
R-squared(Adj.)	0.77 (0.76)	0.95 (0.94)	0.96 (0.96)
관측 수	67	67	67

주: 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의함.
2) log(실질 주택투자총액_sa)_hat은 log(실질 주택투자총액_sa)=f(실질 GDP, 1선 도시 실질 토지가격의 평균, 1선 도시 임대-매매가격비율의 평균, MDO/GDP)를 회귀분석하여 구한 예측치임.

수 있다. 즉, 모기지 이자율과 같은 금융비용, 미래 주택가격 상승에 대한 기대 그리고 제반 부동산세제에 따라 주택수요가 더욱 민감하게 반응하고 있음을 보여준다고 하겠다.

〈표 7-5〉에서는 5개 권역별로 1선 및 2선 도시의 2005~10년 기간의 자료를 합친 패널회귀분석의 결과를 보여주고 있다. 분석 결과는 〈표 7-4〉와 유사하나, 펀더멘털 변수의 영향이 지역 간에 상당한 차이가 있음을 보여주고 있다. 실질 GDP의 경우 모든 권역에서 99% 신뢰수준에서 모두 유의한 양의 계수를 보여주고 있고, GDP 변화에 대한 주택가격의 탄력성은 장강삼각주(1.84)와 주강삼각주(1.67)가 타 지역에 비해서 높게 나타나고 있다. 반면, 토지가격에 대한 주택가격의 탄력성은 중서부내륙(0.145)이 타 지역에 비해서 월등하게 높은 것으로 나타났다. 이는 동부 연안의 대도시가 금융시장 및 거시경제 변화의 영향이 상대적으로 크고, 내륙지방의 경우 토지가격 상승으로 인한 주택가격 상승효과가 더 중요한 변수임을 보여주고 있다. 임대-매매가격비율에 있어서도 장강삼각주와 주강삼각주에서의 영향이 더 큰 것으로 나타났다. 마지막으로 GDP 대비 주택담보대출 잔액은 전 지역에서 통계적으로 매우 유의한 결과를 보이고 있고, 이 변수의 경우에도 장강삼각주(2.17)와 주강삼각주(1.98)에서의 영향이 타 지역에 비하여 높은 것으로 나타났다.

요약하면 최근(2005~10년) 중국 주택가격에 대한 거시·금융 변수들의 영향이 그 이전 시기에 비하여 증가하였고, 그중에서도 모기지대출의 증가가 최근 가격상승에 중요한 요인인 것으로 나타났다. 지역 변수 중에는 임대-매매가격지수 비율과 토지가격이 주택가격의 중요한 결정요인이라고 할 수 있다. 또한 권역별 회귀분석의 결과는 장강삼각주와 주강삼각주가 거시·금융 변수의 영향이 타 지역에 비해서 큰 반면 토지가격은 중서부내륙이 더 크게 나타났다.

〈표 7-5〉 5대 권역별 실질주택가격의 회귀분석 결과(2005년 1월~2010년 9월)

변수명		동북 3성	화북권	장강삼각주	중서부내륙	주강삼각주
log(실질 GDP_sa)		1.476*** (9.60)	1.131*** (9.96)	1.849*** (14.17)	1.347*** (12.81)	1.675*** (9.48)
log(실질 주택투자총액_sa_hat)		−1.127*** (−9.72)	−0.904*** (−10.62)	−1.407*** (−14.35)	−1.034*** (−13.12)	−1.290*** (−9.72)
log(실질 도시별 토지가격지수)		0.059*** (2.57)	0.025 (1.39)	−0.011 (−0.93)	0.145*** (6.71)	−0.044* (−1.93)
log(도시별 임대-매매가격 비율)		−0.385*** (−10.05)	−0.250*** (−9.64)	−0.753*** (−24.33)	−0.518*** (−17.26)	−0.881*** (−30.68)
GDP 대비 주택담보대출 잔액		1.777*** (10.30)	1.775*** (14.75)	2.175*** (14.82)	1.783*** (16.09)	1.983*** (10.79)
상수항		5.263*** (23.19)	5.067*** (31.04)	6.053*** (31.98)	4.789*** (31.44)	5.950*** (23.25)
Fixed Effects (Cross)	하얼빈	−0.036				
	장춘	−0.244				
	션양	0.158				
	따리엔	0.122				
	베이징		0.738			
	톈진		0.026			
	스쟈좡		−0.297			
	지난		−0.233			
	칭따오		−0.234			
	상하이			0.167		
	난징			−0.104		
	항저우			−0.062		
	청두				0.002	
	충칭				−0.422	
	쿤명				0.227	
	창사				0.155	
	우한				−0.007	
	시안				−0.101	
	쩡저우				0.145	
	광저우					0.338
	푸저우					−0.474
	선전					0.612
	난닝					−0.475
R-squared (Adj.)		0.985 (0.985)	0.998 (0.998)	0.983 (0.982)	0.992 (0.992)	0.998 (0.998)
Included observations (after adjustments)		67	67	67	67	67
Cross-sections included		4	5	3	7	4
Total pool(balanced) observations		268	335	201	469	268

주: ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의함.

3. 주택가격의 고평가-저평가 분석

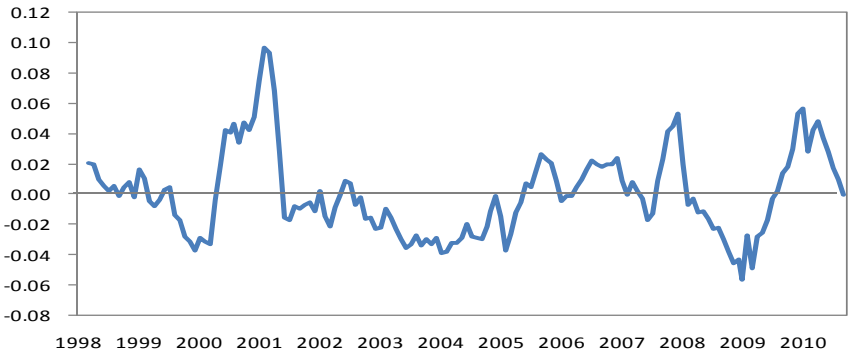
[그림 7-8]은 〈표 7-3〉의 모형을 이용하여 3개 1선 도시의 주택가격 고평가-저평가 추세(즉, 식 (1)의 잔차항)를 보여주고 있다. 1선 도시의 경우 1998~2010년 기간 중 최대 고평가가 대체로 10% 이하의 낮은 수준이고, 이는 중국 주택가격의 변화가 대부분 시장 펀더멘털에 의해서 설명되고 있음을 의미한다. 외국의 실증분석 결과와 비교하면, 미국의 경우 2006년경 미국의 로스앤젤레스, 라스베이거스 등의 도시에서 관찰된 고평가 수준이 50%를 상회하였고, 우리나라 강남의 경우 2008년 20% 수준의 고평가가 있었던 것으로 알려져 있다(Cho[2009] 참조). 물론 각국의 자료와 계량분석모형이 상이하여 직접적인 비교는 쉽지 않으나, 본 연구의 분석 결과는 최근 중국 1선 도시에서는 고평가 문제가 상대적으로 심각하지 않았고, 미국의 주택시장과 유사한 버블 붕괴 가능성은 희박한 것으로 판단된다.

부록 2에서는 권역별 2선 도시들의 2005~10년 기간 중 주택가격 고평가-저평가 정도를 보여주고 있다. 2선 도시들은 대체로 1선 도시에 비하여 고평가의 정도가 더 낮은 것으로 나타나고 있고(10%를 상회하는 도시가 없음), 따라서 주택가격의 버블 가능성에 대하여 1선 도시에서와 같은 결론이 적용될 수 있을 것으로 생각된다.

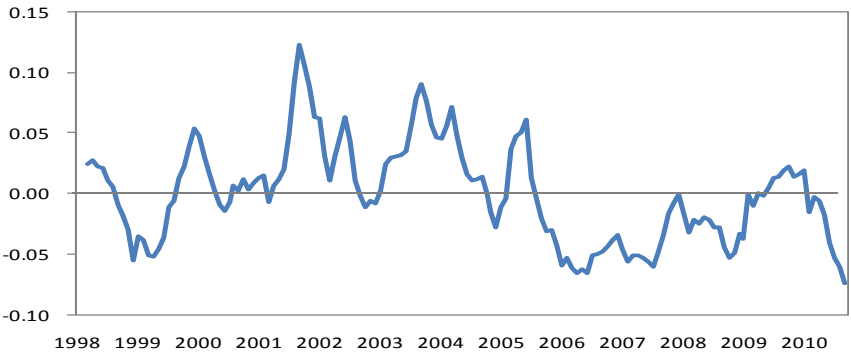
마지막으로 〈표 7-6〉에서는 식 (3)의 2단계 오차수정모형을 1선 도시들을 대상으로 산정하여 한국, 미국의 주요 도시들과 비교하였다. 주요 결과로 중국의 1선 도시들은 한국, 미국의 도시들에 비하여 시계열 상관관계가 현저하게 낮은 것으로 나타나고 있다(α의 값이 0.52-0.74 수준으로 1에 근접한 한국, 미국보다 낮은 수준). 이는 중국 주택가격의 변화에 있어서 경직성이 비교적 낮고 따라서 미래가격에 대한 예측이 더욱 어려움을 의미한다. 평균회귀 계수(β)는 예상대로 모두 음(-)의 부호를 보이고 있고, 그 수준은 미국과는 유사하나 우리나라의 강남, 강북(-0.07에서 -0.15)과 비교해서는 낮은 수준(-0.009에서 -0.048)이다. 이는 주택가격의 평균회귀 시간이 더 긴 것을 의미하고, 따라서 시장의 불균형이 해소되는 데 더 오랜 시간이 걸리는 것을 의미한다.

[그림 7-8] 1선 도시의 잔차항(1998년 3월~2010년 9월)

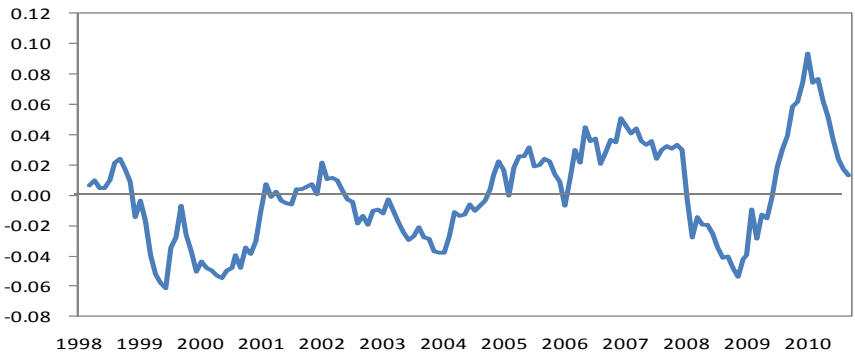
〈베이징〉



〈상하이〉



〈광저우〉



〈표 7-6〉 주택가격 평균수렴(mean reversion)패턴-국제비교

			Convergence[1)]	Oscillating[2)]
한국(강남, 강북, 대구)				
강남, 서울	0.9918	(0.0765)	Convergence	Oscillating
강북, 서울	1.0330	(0.1489)	Explosive	Oscillating
대구, 경상북도	1.0210	(0.1085)	Explosive	Oscillating
중국(1선 도시)				
베이징	0.6779	(0.0098)	Convergence	Oscillating
상하이	0.7450	(0.0123)	Convergence	Oscillating
광저우	0.5268	(0.0481)	Convergence	Oscillating
미국(주요 도시)				
뉴욕	0.9890	(0.0171)	Convergence	Oscillating
로스앤젤레스	1.0041	(0.0210)	Explosive	Oscillating
보스턴	0.9952	(0.0122)	Convergence	Oscillating
마이애미	1.0102	(0.0202)	Explosive	Non-Oscillating
라스베이거스	1.0096	(0.0273)	Explosive	Oscillating

주: 1) "Convergent" if 〈 1; "Explosive" otherwise
2) "Oscillating" vs. "Non-Oscillating"(Capozza et al.[2004] 참조).

제5절 시사점 및 결론

중국은 우리나라의 최대 교역국일 뿐만 아니라 우리나라의 해외직접투자액에 있어서도 미국, 일본을 제치고 가장 높은 수준을 보이고 있다.[22] 따라서 중국 부동산시장의 버블 붕괴는 중국 내 민간소비 및 건설투자의 감소를 초래하고, 이는 우리나라의 대중 수출 및 투자수익률에 심각한 영향을 미칠 수 있다. 본 연구의 실증분석 결과는 중국의 주택시장에서 버블 붕괴 가능성이 낮음을 보여 주고 있고, 따라서 이로 인한 우리 경제의 리스크 요인이 높지 않은 것으로 보인다. 오히려 중국 부동산시장의 진정 국면이 우리나라에는 기회요인으로 작용할 수 있는 측면이 있는 것으로 생각된다. 즉, 중국

22 2010년 말 기준 우리나라 투자자의 중국 직접투자는 345억달러로 미국 215억달러, 일본 32억달러를 크게 앞지르고 있다(한국은행 보도자료, 2011. 04. 21).

부동산시장에서의 규제 강화가 제주도 등지의 우리나라 부동산시장에서 수요 상승요인으로 작용할 수 있고, 대출규제에 직면한 중국의 건설업체들은 해외 채권발행 등을 통하여 자금조달을 늘리고 이는 우리나라 금융기관들에 있어 사업확장의 기회가 될 수 있다.

중국의 대도시 주택가격이 갑작스런 신용경색이나 과잉공급과 같은 시장적인 요인으로 인하여 급락할 가능성은 앞서 언급한 바와 같이 높지 않으나, 토지 및 주택 공급과 관련한 제도적인 요인의 변화로 인한 시장 변동성이 증가하는 정책 리스크는 존재하는 것으로 보인다. 이와 같은 제도적 요인 중에서도 지방정부의 토지 수용 및 사용권 판매에 대한 변화가 향후 중요한 제도적 요인일 것으로 생각된다. 2002년의 정책 변화 이후 중국의 지방정부는 토지를 저렴한 가격에 수용하여 경매를 통한 시장가격으로 판매함으로써 막대한 재정수입을 올리고 있고, 이는 일반 주택구입자에게 높은 비용부담으로 작용하는 형평성의 문제가 제기되고 있는 상황이다. 이 외에도 중국 부동산시장 발전의 장애요인이 될 수 있는 제도적 요인으로 '호구제도', 이원화된 토지소유시스템(농촌지역의 집체소유와 도시지역의 국가소유), 정부에 의한 '보장형 주택'의 대량 공급 등이 있는데, 이는 중국 부동산시장 분석에 있어서 고려되어야 할 중요한 제도적 요인이라고 하겠다.

마지막으로 본 연구의 후속 과제 몇 가지 향후 연구사항을 제시한다. 첫째, 자료의 검증에 관련된 문제로, 본 연구에 사용된 주택가격지수 등 주요 통계에 대한 보다 구체적인 설명이 필요할 것으로 생각된다. 주택가격지수는 산정방식에 따라 평활화(smoothing) 등 다양한 통계적 문제가 있을 수 있다. 따라서 이에 사용된 자료 및 산정방식에 대한 설명자료가 매우 불충분한 상황이다. 둘째, 본 연구에서는 주택시장에 초점을 맞추어 분석을 진행하였으나 중국의 상업용 부동산시장 및 이 부문의 제도적인 요인에 대한 분석도 필요할 것으로 생각된다. 중국의 투자대상 상업용 부동산은 이미 아시아에서 일본에 이어 두 번째로 큰 시장으로 성장하였고, 향후 리츠(REITs) 및 부동산사모펀드 등 부동산금융상품도 다양해질 것으로 예상된다. 따라서 이 부문의 최근 동향 및 투자환경에 대한 분석과 모니터링도 중국시장이 제공하는 기회를 활용할 수 있는 방안일 것으로 생각된다.

참고문헌

Abraham, J., and P. Hendershott, "Bubbles in Metropolitan Housing Markets," *Journal of Housing Research*, Vol. 7, No. 2, 1996, pp.191~207.

Capozza, D., P. Hendershott, and C. Mack, "An Anatomy of Price Dynamics in Illiquid Markets: Analysis and Evidence from Local Housing Markets," *Real Estate Economics*, Vol. 32, Issue 1, 2004, pp.1~32.

Cai, H., V. Henderson, and Q. Zhang, "China's Land Market Auctions: Evidence of Corruption," NBER Working Paper 15067, June 2009.

Chinloy, Peter, "Risk and User Cost of Housing," *American Real Estate Economics Association Journal*, Vol. 19, No. 4, 1991, pp.516~531.

Cho, M., "Securitization and Asset Price Cycle: Causality and Post-Crisis Policy Reform," KDI School Working Paper, July 2010.

Cho, M., "Home Price Cycles: A Tale of Two Countries," KDI School Working Paper, September 2009.

Cho, Man, Kyung-Hwan Kim, and Susan Wachter, "Interest Rates, User Cost of Capital, and Housing Price Dynamics," Presented at the 2011 AREUEA Annual Meeting, 2010.

Deng, C., Y. Ma, and Y. Chiang, "The Dynamic Bahaviour of Chinese Housing Prices," *IRER*, Vol. 12, No. 2, 2009.

Deng, Y. and P. Liu, "Mortgage Prepayment and Default with Embedded forward Contract Risks in China's Housing Market," *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 38, No. 3, 2009.

DTZ Research, "Prospect of Chinese Real Estate Investment," PowerPoint presentation material, DTZ Research, 2010.

Duca, John V., John Muellbauer, and Anthony Murphy, "House Prices and Credit Constraints: Making Sense of the U.S. Experience," mimeo, December 2009.

Ellis, Luci, "The Housing Meltdown: Why Did It Happen in the United

States?" BIS Working Papers, No. 259, 2008.

Hendershott, Patric and Joel Slemrod, "Taxes and the User Cost of Capital for Owner-occupied Housing," NBER Working Paper, No. 929, 1983.

Himmelberg, Charles, Christopher Mayer, and Todd Sinai, "Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 19, No. 4, 2005, pp.67~92.

Kim, Kyung-Hwan and Man cho, "Structural Changes, Housing Price Dynamics, and Housing Affordability in Korea," *Housing Studies*, Vol. 25, No. 6, 2010, pp.839~856.

Leung, C. and C. Tang, "Speculating China Economic Growth through Hong Kong? Evidence from the Stock Market IPO and Real Estate Markets," mimeo, October 2010.

Leung, C. and W. Wang, "An Examination of the Chinese Housing Market through the Lens of DiPasquale-Wheaton Model," *IRER*, Vol. 10, No. 2, 2007.

McKinsey Global Institute, "Preparing for China's Urban Billion," McKinsey & Company, March 2009.

Mian, A. and A. Sufi, "The Consequence of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis," *The Quarterly Journal of Economics*, November 2009, pp.1449~1496.

Mishkin, Frederic S., "Housing and the Monetary Transmission Channel," Finance and Economics Discussion Series, No. 2007-40, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C., August 2007.

Pavlov, Andrey and Susan Wachter, "Mortgage Put Options and Real Estate Markets," *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 38, No. 1, 2009, pp.86~103.

Poterba, James M., "Tax Subsidies to Owner-Occupied Housing: An Asset-Market Approach," *Quarterly Journal of Economics* Vol. 99, No. 4, 1984, pp.729~752.

Porterba, J. and L. Summers, "Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications," *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, 1988, pp.27~59.

Renaud, B., "A Systemic View of Housing in China's New Urban Era,"

PowerPoint presentation file, 2009.

Renaud, B., "Housing Bubbles in China: How Do We Analyze Them?" PowerPoint presentation file, 2011.

Shan, H., "The Effect of Capital Gains Taxation on Home Sales: Evidence from the Taxpayer Relief Act of 1997," mimeo, Federal Reserve Board, 2008.

Syn, M., "Asia Real Estate," Wellington Global Investment Management Ltd., PowerPoint presentation material, 2011.

Wang, S., Z. Yang, and H. Liu, "Housing Price Dynamics and Government Regulations in China: Empirical Evidence from Beijing and Shanghai," mimeo, Tsinghua University, 2009.

Wu, J., J. Gyourko, and Y. Deng, "Evaluating Conditions in Major Chinese Housing Markets," NBER Working Paper 16189, July 2010.

부록 1

〈표 A1-1〉 중국 5대 권역 및 주요 도시

5대 권역	1선 도시	2선 도시	3선 도시
동북 3성		하얼빈, 장춘, 션양, 따리엔	
화북권	베이징	톈진, 스쟈좡, 지난, 칭따오	후허하오터, 바오터우, 친황다오, 탕산, 타이위엔, 엔타이, 웨이하이
장강삼각주	상하이	난징, 우시, 수저우, 항저우	하페이, 쉬저우, 창저우, 닝포, 난둥
중서부내륙		청두, 충칭, 쿤명, 창사, 우한, 시안, 쩡저우	꾸이양, 우루무치
주강삼각주	광저우	푸저우, 선전, 난닝	주하이, 샨터우, 샤먼, 하이커우, 난칭

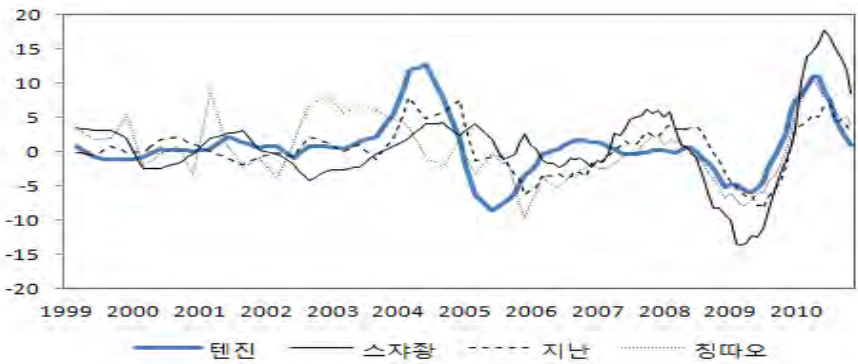
〈표 A1-2〉 중국 도시별 주택가격 성장률 패턴(1998~2009년)

	평 균	표준편차	최대치	최소치
전국	0.76	4.43	14.05	-10.96
베이징	1.01	5.00	15.86	-13.27
상하이	1.14	7.91	16.40	-18.70
광저우	0.73	4.73	16.42	-10.68
동북3성				
하얼빈	0.63	3.09	10.06	-9.67
장춘	0.37	4.46	10.61	-9.45
션양	0.42	4.96	16.83	-8.50
따리엔	0.69	4.12	10.79	-7.58
화북권				
톈진	0.76	4.27	12.74	-8.61
스쟈좡	0.64	5.48	17.73	-13.55
지난	0.38	3.33	7.93	-7.90
칭따오	0.50	4.34	10.78	-9.67
장강삼각주				
난징	0.43	5.62	16.61	-10.49
항저우	0.73	6.30	18.64	-12.89
중서부내륙				
청두	0.53	4.06	12.78	-9.58
충칭	-0.13	4.53	12.94	-10.66
쿤명	0.64	5.80	12.63	-16.21
청사	0.84	4.68	13.14	-12.74
우한	0.39	5.29	11.26	-9.48
시안	0.99	4.84	15.97	-11.22
쩡저우	0.05	3.05	7.00	-9.28

[그림 A1-1] 동북 3성 2선 도시 주택가격 추세



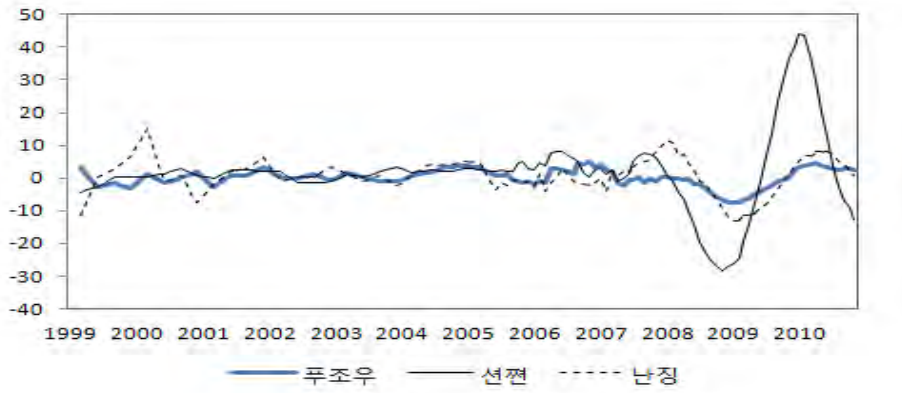
[그림 A1-2] 화북권 2선 도시 주택가격 추세



[그림 A1-3] 장강삼각주 2선 도시 주택가격 추세



[그림 A1-4] 중서부내륙 2선 도시 주택가격 추세



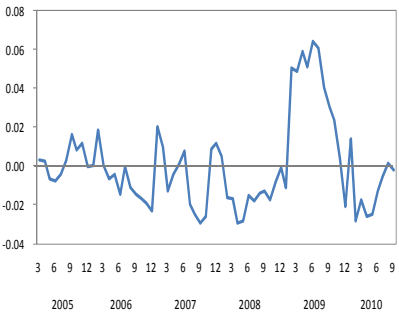
[그림 A1-5] 주강삼각주 2선 도시 주택가격 추세



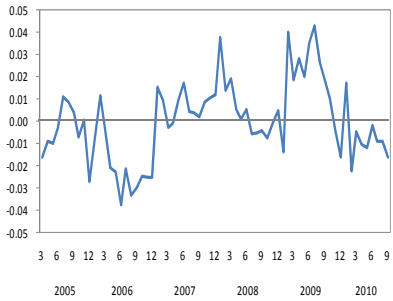
부록 2

[그림 A2-1] 2선 도시 중 동북 3성의 잔차항(2005년 1월~2010년 9월)

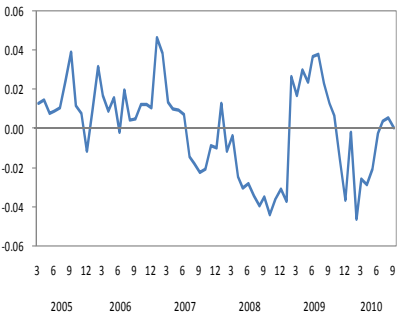
하얼빈



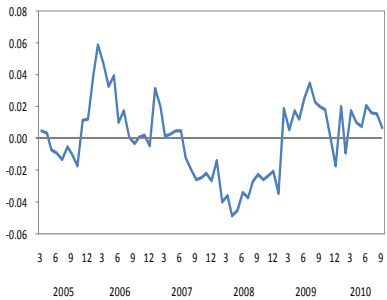
장 춘



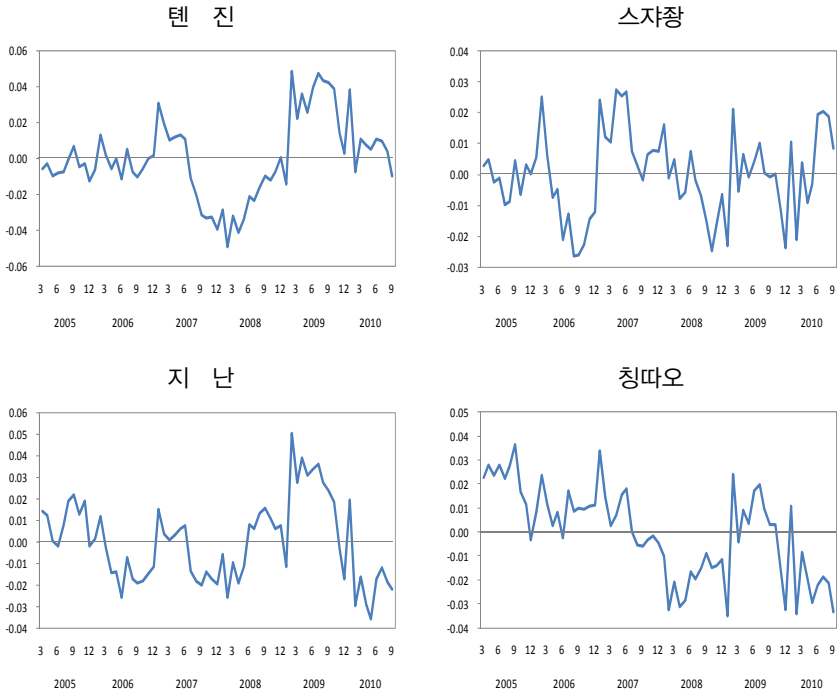
선 양



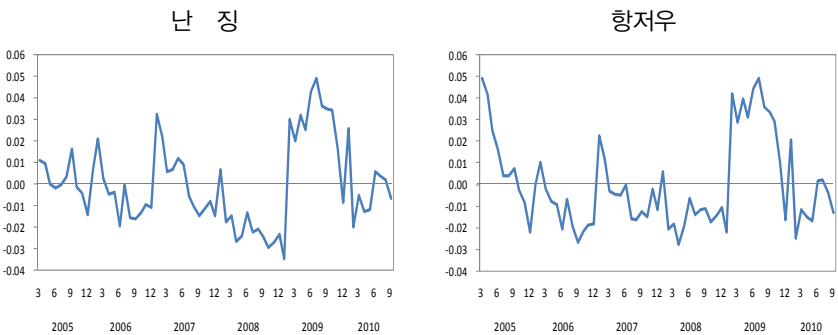
따리엔



[그림 A2-2] 2선 도시 중 화북권의 잔차항(2005년 1월~2010년 9월)

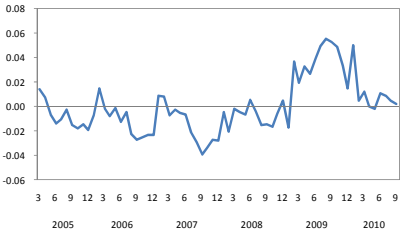


[그림 A2-3] 2선 도시 중 장강삼각주의 잔차항(2005년 1월~2010년 9월)

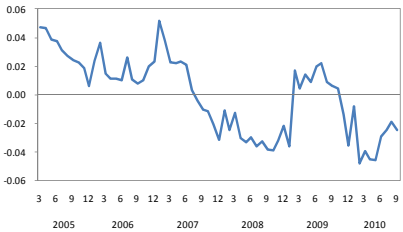


[그림 A2-4] 2선 도시 중 중서부내륙의 잔차항(2005년 1월~2010년 9월)

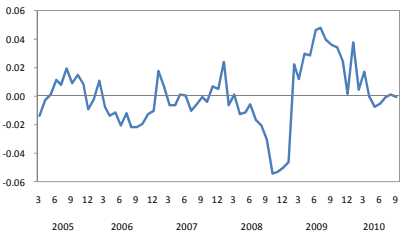
청 두



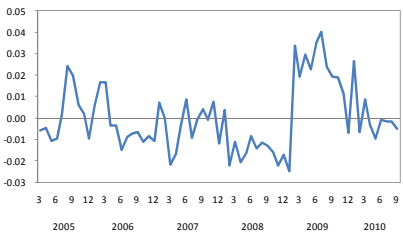
충 칭



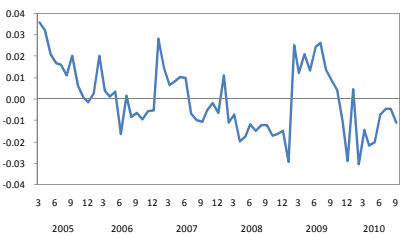
쿤 명



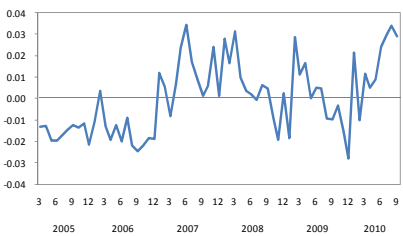
창 사



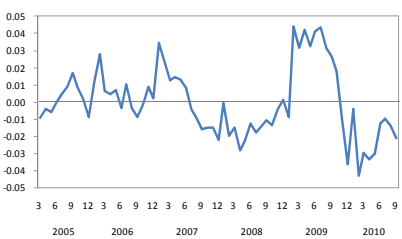
우 한



시 안

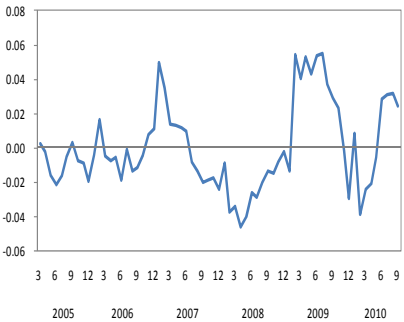


쩡저우

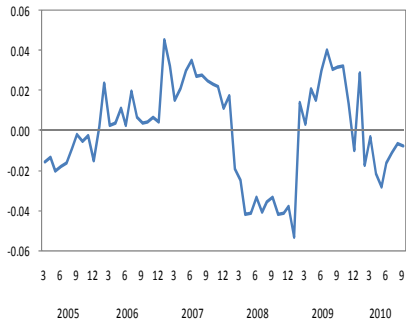


[그림 A2-5] 2선 도시 중 주강삼각주의 잔차항(2005년 1월~2010년 9월)

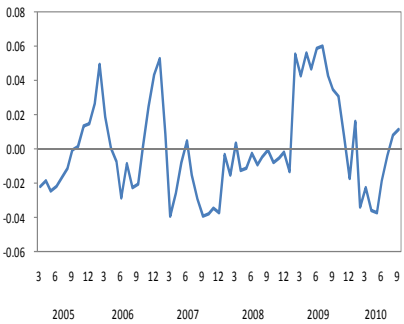
푸저우



선 전



난 닝



제 8 장

중국 부동산시장과 지방재정: 지방의 도시화정책과 재정적자가 부동산시장에 미치는 영향

강 승 호 (인천발전연구원)

제1절 서 론

중국은 현재 노동력의 70% 이상이 비농업부문에 종사하는 산업화에도 불구하고, 인구의 도시화율은 아직 50%가 채 안 되는 수준에 있다. 이로 인해 향후 도시화가 장기에 걸쳐 지속적으로 추진될 것으로 전망된다. 이러한 도시화 전망은 중국의 부동산시장이 도시를 중심으로 지속적으로 발전할 것이라는 데 유력한 근거를 제공하고 있다.

한편, 중국의 도시화는 지방정부 수준의 도시개발과 함께 진전될 것으로 전망된다. 대부분의 나라에서 지방정부는 부동산 동향에 관심을 갖게 된다. 토지 및 부동산 관련 조세수입을 재정수입 재원의 일부로 하고 있어서, 지역의 부동산 가치의 상승·하락에 따른 세수 변동과 연동되기 때문이다. 이 점은 중국의 지방정부도 마찬가지이다. 하지만 중국에서는 지방정부가 도시 및 부동산 개발과 인프라 건설에 있어서도 상당 부분의 역할을 하고 있다. 특히 개혁 이후 지방분권화에 따라 도시화를 위한 인프라 등의 건설은 주로 지방정부가 담당하게 되었다.

중국경제에 대한 의존이 강화되고 있는 한국으로서는 중국의 경기둔화나 금융위기 가능성을 항시 모니터링할 필요가 있다. 최근 중국의 부동산시장이 과열되거나, 거품이 있다는 주장이 증가되면서 부동산시장이 침체될 경우에 지방정부의 재정적자, 국가채무 증가 혹은 금융자산의 부실화, 금융위험이 높아지거나 경기가 급속히 둔화되지는 않을까 하는 우려가 나오고 있다. 이에 본 연구는 중국의 도시 및 부동산 개발에서 지방정부가 하는 역할과 지방정부 재정문제가 부동산시장 및 경제 전체에 미치는 영향에 대해 분석하는 것을 목적으로 한다.

일반적으로 부동산 개발에 있어서는 부동산개발업자, 금융부문, 지방정부, 주민, 수요기업 등 5개 부문의 참여자가 존재하는데, 부동산시장의 최대 참여자와 이익 추구자는 부동산 개발업자이다. 하지만 중국에서는 지방정부의 역할도 매우 중요하다. 지방정부는 부동산시장의 주요 참여자로서 첫째, 국유지 토지의 사용권 양도를 통해서 토지를 공급하고 부동산시장을 형성한다. 둘째, 각종 우대정책들을 통해서 도시개발과 부동산시장의 발전을 추진한다. 셋째, 도시 건설과 주변 공공시설들의 개발을 추진하여 부동산 개발자들에게 양호한 외부환경을 조성하는 역할 등을 담당한다(孔志峰・高小萍[2007]).

첫 번째 역할, 즉 부동산시장 형성은 토지공급자로서의 지위와 연관된다. 그런데 중국에서는 어떻게 지방정부가 유일하고 합법적인 토지공급자로 역할하는가? 이에 대한 내용을 짚어볼 필요가 있다. 두 번째 우대정책에 관해서 본다면, 지방정부가 중앙정부보다 정책수단이 많지 않을 것이다. 하지만 토지이용 형태나 가격결정에 직접적인 영향을 미쳐 개발업자에게 우대를 줄 수도 있을 것이다. 세 번째로 교통 등 도시의 대형 인프라 형성을 위해 중국의 지방정부는 어떠한 메커니즘으로 개발을 하는지 설명할 필요가 있다. 더 나아가 확대되고 있는 도시개발 투자가 지방정부의 채무나 은행자산의 부실화와는 어떠한 연관이 있는지에 대해 설명할 필요가 있다.

본 장은 다음과 같이 구성되어 있다. 우선 제2절에서는 중국에서 부동산 산업의 현황을 부동산투자와 부동산시장의 특징을 중심으로 개관한다. 중국은 과거 계획경제 시기에 토지와 노동력이라는 주요한 생산요소를 도시와

농촌으로 분할하여 노동력의 유동성이 없는 경제발전을 시도하였다. 이러한 중국의 전통적인 도시와 농촌 간 이원체제를 지탱해 온 것이 호구제도와 토지관리제도이다. 이 두 제도가 여전히 존속하면서 중국 현재의 지체된 도시화와 부동산시장의 특징을 규정하고 있음을 설명한다. 제3절에서는 본격적으로 중국의 부동산시장과 지방정부의 관계에 대해 논의한다. 주로 도시개발을 위한 지방정부의 재원에 초점을 두어 재원 마련을 위한 지방정부 행위가 어떻게 전개되고 있는지를 분석한다. 제4절에서는 이상의 분석을 종합·요약·정리한 후에 중국의 부동산과 관련된 지방정부 재정 리스크가 우리에게 주는 시사점을 도출한다.

제2절 중국의 부동산 현황과 시장 특징

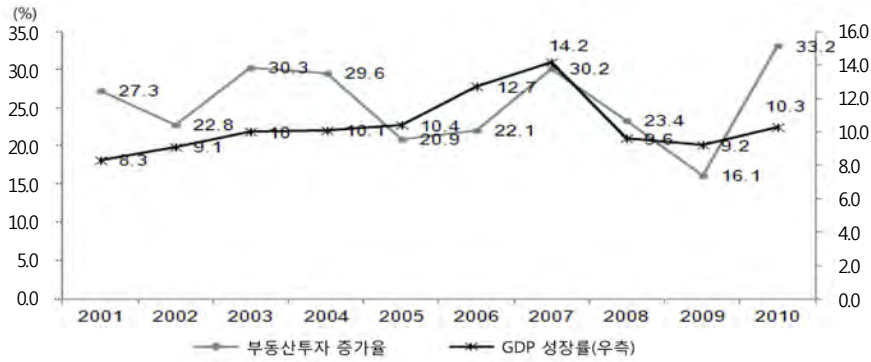
1. 도시 부동산투자와 GDP

부동산이 중국경제의 고도성장을 지탱하는 중요한 요소라는 것을 확인하기 위해 부동산투자액[1]과 GDP에 대해 분석한다. [그림 8-1]에서 나타나는 것처럼 도시부동산 투자총액의 증가율은 같은 기간의 GDP 성장률을 훨씬 웃돌고 있다. 2001년부터 2010년까지 부동산개발기업이 완공한 프로젝트 투자액의 단순평균 성장률은 25.6%로 GDP 성장률의 평균 10%에 비해 배 이상의 증가율을 나타내고 있다. 높을 경우에는 30%를 넘는 경우도 있었다. 또 그림에서 보면 2005년 이후 경제성장률 변동이 부동산투자의 변동과 동조하여 움직이고 있다는 점도 알 수 있다.

[그림 8-2]는 부동산투자율(부동산투자총액/GDP)과 부동산투자의 경제성장에 대한 기여도를 나타낸 것이다. 부동산개발 투자총액이 고정자산투자액에서

1 현재 중국에 있어서 부동산산업은 중개 및 관리 업무의 비중은 적고, 대부분이 주택, 사무실, 상업용 부동산을 개발, 양도, 임대하는 개발업이다. 본 연구에서는 별도로 밝히지 않는 한 부동산산업은 도시부동산개발업을 지칭하고, 부동산투자는 도시부동산 개발 완공프로젝트 투자총액을 의미한다.

[그림 8-1] 도시부동산 투자총액 증가율과 GDP 성장률



주: 도시부동산 투자총액은 부동산개발기업 완공프로젝트 투자총액임.
자료: 中國國家統計局 홈페이지(http://www.stats.gov.cn).

[그림 8-2] 부동산투자의 비중 및 경제성장에 대한 기여도

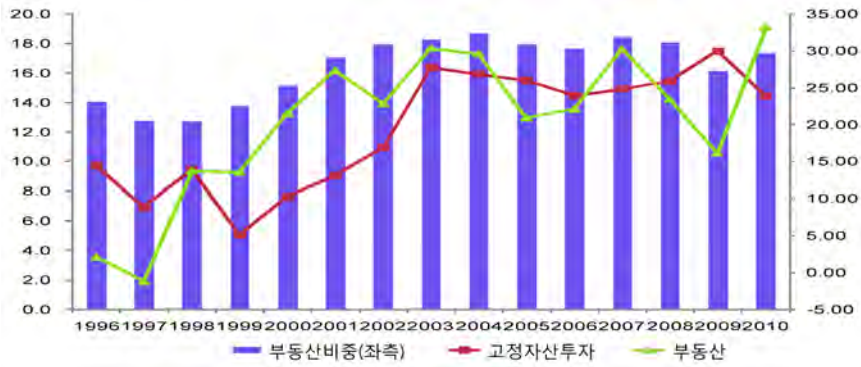


주: GDP성장기여도 = 부동산개발 투자총액의 전년대비 증가분/전년대비 GDP 증가분.
자료: 中國國家統計局 홈페이지(http://www.stats.gov.cn).

점하는 비율은 2002~10년 평균 17.7%나 된다. 2002년 이후 부동산투자의 경제성장 기여도는 10%를 넘고 있으며, 최근 들어서는 기여도가 매우 높아져 2010년에는 20%를 넘어섰다. 이는 부동산개발기업의 투자가 GDP 성장률의 5분의 1 이상을 기여한다는 것을 의미한다.

그림을 보면 부동산투자율(부동산투자가 GDP에서 점하는 비중)은 2001년

[그림 8-3] 고정자산투자 및 부동산투자 증가율과 부동산 비중 추이



자료: 中國國家統計局 홈페이지(http://www.stats.gov.cn).

5.8%에서 2010년 12.1%로 매년 큰 폭으로 증가하고 있다. 중국의 경우에는 아직 상업·주거용 부동산 개발의 역사가 짧고 농촌인구가 현저히 많아 향후 도시화의 흐름이 크게 증가할 압력을 지니고 있기 때문에, 중국 도시 부동산 투자[2]는 성장단계에 있다고 판단된다. 시장경제 국가들의 경우 부동산투자는 민간 주택투자가 중심이므로 주택투자가 GDP에서 점하는 비중이 도시화 수준과 상관된다는 연구 결과[3]에 비추어 보면, 2009년 현재 중국의 도시화율이 46%이므로 주택 및 부동산 투자가 가속화되는 단계에 처해 있는 것으로 판단되지만, 2006년에 9%를 넘어섰고 2009년 이후에는 10%를 훨씬 넘어서고 있어 이미 적정한 수준을 넘어설 정도로 과열되어 있는 것으로 보인다.

중국에서 경제성장 구성요소 중 소비의 기여율은 매우 낮으며, 최근 순수출이 조금 늘었지만 대개 고정투자 증가가 경제성장의 70~80%를 점한다.

---

2 현재 중국의 경우 주택투자총액은 자료가 없어 사용할 수 없다. 부동산투자총액은 주택 외에 상업부동산투자가 포함되어 있을 것이므로 주택투자총액보다는 클 것이지만, 한편에서는 농촌의 주택투자가 제외되었을 것이기 때문에 전체 주택투자총액보다 아주 크다고 볼 수는 없을 것이다.

3 Renaud(2004)는 개발도상국가에서 초기 도시화의 진행단계에서는 주택투자율(GDP 대비)이 통상 2~3%의 낮은 수준에 머물지만, 도시화가 빠르게 진행되어 도시화율이 50% 정도 되는 시점에서 주택투자율이 급상승한다고 본다. 주택투자율이 7~9%까지 상승하고, 이후 선진국처럼 도시화율이 75% 이상에서 증가율이 정체되는(즉, 양의 성장률이나 이의 변화율은 음의 상태) 시기에는 주택투자율이 3~4% 수준으로 회귀한다고 본다.

[그림 8-3]에서 도시 부동산투자와 전체 고정자산투자에 대해 살펴보자. 도시 부동산개발 투자의 증가율은 이미 1999~2004년 6년간 매년 사회 전체 고정자산투자 증가율을 넘어섰고, 그 결과 전 사회 고정자산투자에서 부동산투자가 점하는 비중도 2004년에 18.7%로 최고조에 달하였다. 부동산투자가 전체 고정자산투자에서 점하는 비중은 1996~2000년 사이에는 평균 13.7% 수준이었으나, 2001~10년 사이에는 17.7%로 상승하였다. 2005년 이후 부동산개발 투자의 증가율 변동이 커지면서 2009년에는 부동산투자 비중이 16.1%로 하락하기도 했지만, 2000년대에는 전체적으로 부동산투자 비중이 높은 편이었다고 판단된다.

더욱이 앞의 [그림 8-2]에서 본 것처럼 최근 도시 부동산투자의 경제성장 기여도가 커지고, 부동산 투자율(GDP 대비 도시부동산 투자 비중)이 급격히 높아지고 있는 배경에 대해, 즉 도시화의 진행을 위해서 어떤 경제주체가 어떤 방식으로 자금을 조달하여 투자하고 있는지 자세히 살펴볼 필요가 있다.

2. 도시화와 부동산시장의 특징

가. 생산요소의 도농 간 분할과 도시화 특징

중국의 노동력과 토지라는 중요 생산요소시장을 도시와 농촌이라는 두 지역으로 분할하고 있는 제도가 호구제(戶口制)[4]와 토지관리제도이다. 이 두 제도로 인해 중국의 도시화는 다른 나라와 매우 다른 특징을 보인다. 현재 중국 인구의 도시화율은 1975년 25%에서 증가하여 2005년에 44%, 2009년에는 46%가 되었다. 하지만 도시화율은 아직 낮은 상태라고 판단된다. 중국과 비슷한 산업화를 이룬 국가들과 비교해 보면 중국의 도시화는 산업화보다 훨씬 뒤처져 있다. 현재 중국 노동력 가운데, 비농업부문 종사자의 비율이 70%에 이르기 때문이다.

---

4 중국인을 농촌 호적자와 도시 호적자로 양분한 것은 1958년에 제정된 '호구등기조례(戶口登記條例)'에 의해서이다. 이로써 농촌호적자의 도시이전이 제한되었다. 동시에 도시에서 시행된 식량배급제하에서는 농촌호적자의 도시 여행도 제한되었다.

이런 현상이 발생하는 것은 도시와 농촌이 분할된 전통적인 이원체제의 유산이 현존하기 때문이다. 중국 도농분할의 이원체제는 계획경제 시기 중공업 우선목표의 발전전략에 근원한다. 도시와 농촌의 요소(토지, 노동력)시장을 분할하여, 가격억제 등의 방식으로 농촌으로부터 잉여를 취하여 도시 공업에 보조하였다. 이러한 계획경제는 도농분할의 이원경제구조를 낳았고, 중국의 도시화 수준이 극히 낮은 현상을 초래하였다.

개혁・개방 단계에 들어서면서 원래의 발전전략을 수정하였다. 하지만 도시와 농촌 간에 분할된 요소시장은 현재에도 완전히 통일되지 못하고 있다. 인구이동을 예로 들면, 농촌 주민이 도시에서 직업을 갖는 것을 더 이상 제한할 수 없다. 하지만 아직 유지되고 있는 호구제하에서는 도시호적과 농촌호적으로 구분된다. 대도시에서는 정식 도시호적을 지니지 못하고 잠주증(暫住證: 임시거주증)을 갖고 있는 '외지인'을 차별화한다. 도시에 거주하는 농민공(農民工: 도시에서 일하는 농촌호적의 근로자)은 도시 주민이 누리는 공공서비스(특히 자녀 교육과 의료)를 누릴 권리가 없다. 유동인구인 농민공이 도시에 장기간 거주하기도 곤란하다. 인구가 도시화하는 것을 가로막는 장애요인이다. 도시에 따라 다르지만, 농촌 인구가 도시호적을 취득하려면 일정 기간(3~5년) 이상의 취업, 주택의 구입 또는 납세(창업 후 최근 3년간 10만위안 이상 혹은 최근 1년간 5만위안 이상 등) 조건 등을 충족해야 한다. 호구제도의 단점은 분명하지만 개혁이 쉽지 않다. 최대의 걸림돌은 공공서비스의 제공인데 사회적 부담이 증가하기 때문이다.

호적뿐만 아니라 토지시장도 도농 간의 분할이 여전히 지속되고 있다. 토지의 사유권이 인정되지 않는 중국에서 토지는 도시의 국가소유 토지[5]와 농

---

5 국가소유 토지의 소유권 행사는 오직 중앙인민정부와 중앙인민정부가 수권한 지방정부만이 행사할 수 있고, 「토지관리법시행조례」 제2조를 보면 국가소유 토지를 다음과 같이 규정하고 있다: "다음에 열거한 토지는 전 인민소유, 즉 국가소유이다: (1) 도시 내의 토지, (2) 농촌과 교외 중 법에 근거해 몰수・징수・매수하여 이미 국유화한 토지, (3) 국가가 법에 근거해 징용한 토지, (4) 집체소유에 속하지 않은 산림지, 초지, 황무지, 간척지 및 기타 토지, (5) 농촌집체 경제조직의 모든 구성원이 도시 주민으로 전환된 토지와 원래 그 구성원의 소유에 속한 토지, (6) 국가에 의한 이주 또는 자연재해 등의 원인으로 인해서 농민집체 경제조직이 이주한 이후 다시 사용하지 않는 원이주농민 집체소유의 토지."

촌의 집체소유 토지로만 구분된다. 농촌의 집체소유제하에서 농민은 택지와 이에 부속한 집체건설용지를 무상점유, 영구적으로 사용할 수 있다. 단, 도시 주민과 공상기업이 이용하도록 사용권을 양도할 수 없다. 1978년 중국의 개혁은 농지를 농가에 임대하는 토지관리제도인 '청부제'의 도입으로 시작됐다. 토지의 소유권은 여전히 집체(지방인민정부)에 있지만, 농가는 수확의 상당 부분을 판매할 수 있었고, 그 결과 토지를 효율적으로 사용할 수 있게 되었다. 1980년대에는 향상된 농촌의 생산성 덕분에 향진(鄕鎭) 혹은 촌정부나 집체단위가 운영하는 향진기업이 발생하고 성장하여, 농촌의 잉여노동력이 농촌 혹은 인근의 소성진(小城鎭)에서 농업은 그만두지만 고향은 벗어나지 않는 이토불리향(離土不理鄕) 형태의 농촌공업화로 인해 소성진 중심의 소형도시화가 대량으로 발생하였다. 현재에도 중국 도시 수의 대부분을 점하고 있는 것은 현급 이하의 소도시이다(부록 Box 1 참조).

고향을 떠나 도시에서 더 좋은 직업을 찾은 뒤 고향에 있는 토지사용권을 타인에게 임대하는 경우도 있었다. 농가는 일정 기간(현재 30년) 동안 토지사용권을 갖지만, 소유권 자체는 없다. 다른 나라에서는 농가가 경제적 곤란을 겪을 경우 자기 토지를 팔겠지만, 중국 농민들은 토지를 팔거나 담보로 대출을 받을 수 없기 때문에 더 노력해 다른 직업을 찾아야 한다. 이런 독특한 제도는 아주 중요한 현상을 낳았다. 농민공들이 도시에서 직업을 잃는 경우 그들은 고향에 있는 토지 임대료 수익으로 버티거나, 고향에 다시 내려가 농사를 짓는다. 청부제는 중국 농민들을 부유하게 하지는 못하지만, 어쨌든 그들의 최종적인 사회안전망으로 작동하고 있다. 이 점 또한 중국의 도시화가 지연되는 이유이다.

수용제도(중국에서는 '徵地制度'라 함)하에서 토지수용은 도시의 토지이용을 확대하는 유일한 합법경로이다. 농촌과 농민은 국가의 징용의무가 있다. 도농 간 호구가 지닌 거대한 복리 차이와 마찬가지로, 토지시장의 분할도 토지가치의 거대한 차이를 낳고 있다.

현재 중국에는 2억명에 가까운 농민공이 있는데, 이들은 매년 도시에서 번 돈을 농촌으로 보내고 있어 도시소비가 크게 억제되고 있다고 한다. 이 부분에 있어 인구의 도시호적 등 문제가 해결되어 농민공이 실질적으로 도

시에 뿌리를 내린다면 일반 소비뿐 아니라 주택, 부동산 등 최종소비 잠재력이 크게 표출될 것이라 주장한다. 2010년에는 도시화율이 48%로 전망되면서 도시화가 가속화 단계에 진입하고 있다고 보고 있다.[6] 중국은 제12차 계획기(2011~15년) 동안 낮은 도시화율을 내수소비 확대의 걸림돌로 보고, 앞으로 도시화율 제고를 적극적으로 추진할 예정이다.[7]

분명 중국의 현재 인구 도시화율은 50% 미만으로 매우 낮아, 도시화 지속 여지가 높은 편이고, 부동산시장 발전에 유리한 측면이 있다. 중국의 부동산 업계, 특히 개발업자들은 부동산시장을 매우 낙관적으로 보고 있다. 특히 가구주 기준으로 30대 중반부터 은퇴를 앞둔 50대 중반까지 연령대의 가구가 신규주택의 구입·재구매의 주요 수요층이라 볼 수 있다. 왜냐하면 50대 후반부터는 은퇴 등으로 소득이 줄어들면서 신규주택 구입 수요가 감소하고, 근로기간 중 구입한 주택을 그대로 보유하는 경향이 강하기 때문이다. 중국에서는 바로 이 연령층이 베이비붐세대(1962~75년 출생자, 현재 35~48세) 인구이다. 이들이 현재 전체 인구의 25.8%이며, 연령대로 보아 제2차 구매수요가 여전히 존재하여 3~5년 정도는 구매수요가 지속될 것이라 전망된다. 또 매년 2,000만명 이상 발생하는 도시 이주자의 절반 정도인 1,000만채의 주택수요, 1,000만쌍의 신혼부부로 인한 450만채 주택수요 등 중국의 개발업자들은 이러한 수요를 강성수요(强性需要: rigid demand, inelastic demand)라 하여 부동산 불패신화의 근거로 삼고 있다.

하지만 도시화를 위해 지방정부는 토지와 인프라를 공급해야 한다. 뿐만 아니라 중국의 도농분할 이원체제로 인해 중국의 도시 지방정부는 이주자들에게 교육과 의료 등의 공공서비스도 추가적으로 제공해야 하므로 도시의 순조로운 개발과 발전을 위해서는 많은 재원이 필요하게 된다.

---

6 인구 도시화율이 50% 전후일 때 도시인구 성장률이 가장 높게 나타나는데, 이는 인구의 급격한 성장과 이촌향도가 결합되기 때문이다. 도시로 유입되는 인구의 연령대는 유출되는 인구보다 젊은 경향이 강하다. 대부분의 국가에서 도시인구 성장에 따른 포화수준은 도시인구비율이 75~85% 정도일 때 나타나며, 이 경우에는 이촌향도에 따른 인구순이동도 거의 발생하지 않는다(Renaud[2004]).

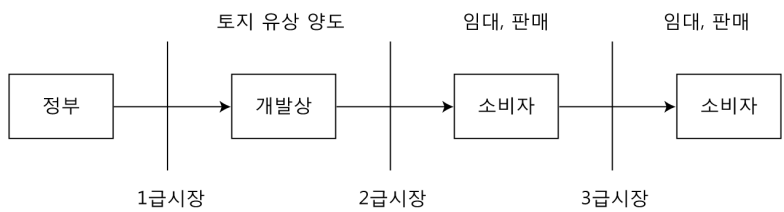
7 추산에 따르면, 도시화율이 1%p 상승할 때마다 1,000여 만명이 도시에 진입해 거주하게 되어 최종 소비증가율을 약 1.6%p 끌어올리는 것으로 나타난다. 2015년 중국의 도시화율 달성목표를 2010년보다 4%p 증가한 51.5%로 설정하였다(上海證券報, 2009. 12. 23).

나. 특유의 도시 토지사용권 시장

현행 중국의 도시 부동산시장은 거래 차원에서 보면 [그림 8-4]와 같은 3급 구조를 가지고 있다. 도시 부동산의 1급시장은 토지시장[8]으로서 국가가 국유토지의 사용권을 유한 기간 동안 사용자에게 양도하여 형성되는 시장을 칭한다. 2급시장은 부동산 개발기업과 부동산 사용자 간의 거래시장으로, (1) 개발기업이 토지 위에 건축하여 건축물을 판매, 임대 등의 방식으로 사용자에게 양도하거나 (2) 개발기업이 토지를 정리 개발한 후 기타 사용자에게 양도하는 시장이다. 3급시장은 부동산권리를 획득한 단위와 개인 부동산을 전매, 교환, 임대 등의 방식으로 사용자에게 양도하는 시장이다. 3급시장은 통상 주택소비자 간에 거래가 형성되는 시장이다.

택지개발과 신축을 통해 신규건설 주택이 매매되는 2급시장과 재고주택(存房)이 매매되는 3급시장의 경우 자본주의체제 국가의 부동산시장과 별반 다르지 않다. 그러나 중국 부동산시장의 1급시장은 토지사용권 양도시장으로의 특징을 갖는다. 토지사용권 양도시장에서 토지의 공급자는 오직 국가 하나뿐인 완전한 독점시장의 성격을 지닌다. 「중화인민공화국토지관리법」은 토지양도의 시장주체가 지방정부-현(縣)급 및 그 이상의 인민정부이며, 지역 국토관리부서가 토지사용권의 양도 등 임무를 맡는다고 규정하고 있다. 정부의 토지공급 독점은 중국 도시 부동산시장 및 주택가격 그리고

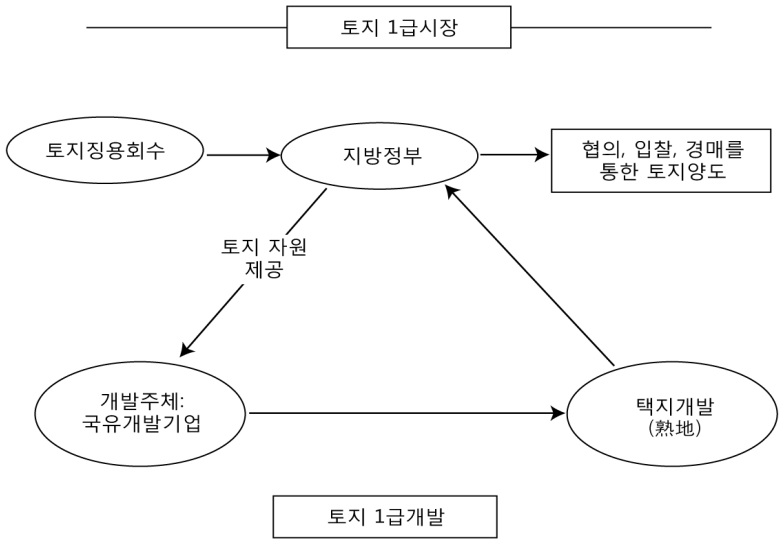
[그림 8-4] 현행 중국 부동산시장의 구조



자료: 李朗超(2005), p.58.

8 토지시장으로만 본다면 1) 도시 1급 토지시장, 2) 도시 2, 3급 토지시장 3) 농촌 집체소유 농지수용시장 4) 농촌집체 토지의 자발적 토지시장 등의 네 가지로 구분된다.

[그림 8-5] 정부 통제의 토지 1급개발 모델



자료: 叶劍平・謝經榮 主編(2005), p.290.

도시경제에 있어 결정적 작용을 한다(叶艷妹・吳次芳[2006], p.56.).

정부가 부동산시장에 관여하는 방식은 1급 토지시장에서부터 크게 영향을 미치며, [그림 8-5]에서 보듯이 지방정부가 공급자로서 국유토지의 사용권을 협의(수의계약)・입찰 혹은 경매의 방식으로 토지수요자에게 양도하는 시장이다.

3. 부동산 관련 법제 정비과정

오랫동안 계획경제하에서 토지공유제를 견지해 온 중국에서 토지 거래 및 관련 법률의 정비가 이루어진 것은 그리 오래된 일이 아니다. 먼저 1986년 「중화인민공화국 토지관리법」(이하 「토지관리법」)이 시행되고, 공유제를 전제로 한 토지관리의 법체계가 정비되었다. 다음 해인 1987년, 선전(深圳)시에서 처음으로 도시의 국유지 사용권의 유상양도, 즉 지방정부가 토지의 사용권을 민간 개발업자에게 양도하여, 획득된 자금을 인프라 등 도시 건설

에 투입하는 형식을 취한 도시개발방식이 시작되었다.[9] 또 1988년에 개정된 헌법 및 「토지관리법」에서 동 제도에 대한 법적 뒷받침이 이루어졌다.

이러한 제도적인 정비를 배경으로 1992년 덩샤오핑의 '남순강화'[10]를 계기로 제1차 부동산개발 붐이 발생하게 된다. 연해도시를 중심으로 토지사용권의 유상양도제도를 이용한 도시개발방법이 널리 퍼지게 되었다. 예를 들면, 전체 고정자산투자에서 차지하는 부동산투자 비중은 1991년에는 6.1% 정도였던 것이 1992년에는 9.3%, 1993년에는 15.6%로 급속하게 상승했다. 그러나 이러한 1990년대 초반의 부동산 붐은 주룽지 총리에 의한 일련의 '거품깨기'와 금융긴축, 심지어는 1997년 아시아 금융위기의 영향으로 투자가 위축되면서 일단 진정되었다. 그러나 그 사이에 토지·부동산 거래에 관한 제도적인 정비는 순조롭게 진행되었다. 그중에서도 중요한 것이 그때까지 국유기업을 중심으로 한 '단위'에 의해 지급되고 있던 도시주택의 '소유화'와 '상품화'에 대한 개혁이다. 우선 1994년 '도시주택제도 개혁 심화에 관한 국무원 결정' 및 1998년 '도시주택제도 개혁을 더욱 심화하고 주택건설을 가속화할 것에 관한 통지'에 의하여 도시주택의 상품화를 추진하여 주거 현물지급제도[11]를 폐지하고 주택건설을 촉진한다는 방침을 명확히 했다. 일련의 주택상품화로의 움직임은 도시주민층의 주택수요를 자극하여, 2002년 이후의 제2차 부동산 붐이 발생하는 큰 원인의 하나가 되었다.[12]

토지거래에 대해서도 농지 등 집체소유의 토지를 정부가 수용하여 원활한 개발을 위한 제도 구축이 진행되었다. 먼저 1996년 선전과 상하이에서 국립토지투자회사(토지비축센터)가 설립되었으며, 이들 기관이 지방정부에서 위촉되는 형식으로 개발용지를 수용함과 동시에 정지(整地) 및 인프라 정비 등

---

9 이 모델은 영국 식민지시대 홍콩정청에 의한 도시개발방식이었다고 한다. 小野寺淳(1997), p.27 참조.

10 남부지역을 순시하면서 1998년 천안문사건 이후 불거진 개혁에 대한 논란을 종결하고 개혁을 가속화한 계기가 된 연설을 뜻한다.

11 1998년 중국 국무원은 사업체가 고용자에게 현물로 지급하던 주택배급을 금지하고 대신 주택구입을 위한 현금지급방식으로 정책을 전환하였다.

12 주택상품화로 인해 주택시장은 자유매매용 주택(商品房)과 정부가 보장하는 보장형 주택으로 구분된다. 1998년에 이미 경제적용방(經濟適用房)과 공공임대주택(公共租賃住房)이 시행되었지만, 중앙정부가 본격적으로 관심을 보인 것은 2008년부터이다.

의 관리도 일괄적으로 시행하는 '토지비축제도'가 도입되어 점차 전국으로 확대되었다.[13]

1998년에 개정된 새로운 「토지관리법」에서는 농촌에 있어서 집체소유지를 건설용지로 개발함에 있어서 일단 정부가 수용하여 '국유화'하는 것을 의무화했고, 토지수용에 관련된 심사・인가 권한을 국무원과 성(省)정부로 제한하는 등 토지개발에 관하여 상급 정부의 관리가 강화되었다(高聖平・劉守英[2007]). 또한 국유지 사용권 기간을 토지의 사용목적별[14]로 자세하게 정하고, 농지 수용 시의 농민에 대한 보상기준에 대해서도 수용하기 전 3년간 평균 수확량의 6~10배를 지불하도록 규정하는(제47조) 등 토지사용권의 유상 사용을 위한 제도적인 정비가 도모되었다.

'국유지자산관리의 강화에 관한 통지'(2001년)에서는 전술한 '토지비축제도'에 따라 토지사용권 거래의 공개・공평・공정성을 실현할 수 있는 조치가 시도되었다. 그때까지 국유지 유상양도에 대해서는 협의방식(우리의 수의계약에 해당)이 압도적인 비중을 차지하고 있었으나, 가격이나 과정의 불투명으로 비판을 받고 있었다. 2002년 7월에 토지사용권의 양도를 공고・입찰・경매제[15] 등 시장제도를 통하도록 하였고, 그 이전 다양한 채널에 의해 이루어져 오던 토지사용권의 양도를 지방정부로 일원화하였다. 이로써 지방정부는 토지시장에서 독점적인 역할을 수행하게 된다.

'토지비축제도'를 중심으로 한 일련의 토지개발에 대한 관리 강화 움직임은 본래 파산하거나 구조조정의 대상이 되기도 했던 국유기업의 자산이 무

---

13 이 '토지비축제도'에는 시장메커니즘을 보다 중시하는 '상하이형', 정부 주도로 이루어지는 '항저우형', 시장메커니즘과 정부에 의한 토지자산관리가 결합된 '난퉁(南通)형' 등 세 타입이 존재한다(黃小虎 主編[2006], 상권, p.23). 또 그 도입에 있어서는 파산대상이거나 구조조정의 대상이 된 국유기업이 보유하고 있는 토지자산을 유효하게 이용한다는 목적이 있었다고도 알려져 있다(『財經』 153기). 현재 토지비축센터가 설립되어 있는 도시는 1,000개 이상에 달한다(蔣省三・劉守英・李靑[2007]).

14 주거용지는 70년, 공업용지는 50년, 교육・과학기술・문화・위생 목적의 사용은 50년, 상업・오락 용지는 40년 등으로 규정되었다(黃小虎 主編[2006], 상권, p.17).

15 예를 들면 2000년 전국에서 입찰・경매 방식에 의한 토지의 양도수익은 350억위안, 2001년에는 492억위안으로 연율 40% 성장했다. 또 입찰・경매 방식이 동 시기에 양도된 토지면적 전체에서 점하는 비중은 2002년 15%, 2003년 33%로 증가했다(黃小虎 主編[2006], 상권, p.30).

단으로 유출되는 것을 방지하고 감소가 우려되고 있던 경작지를 난개발로부터 보호하려는 목적이 있었다고 한다. 그러나 이처럼 토지개발의 권한이 지방정부의 수용과 인가를 통해 일원화됨에 따라 중앙정부가 의도하지 않았던 다음과 같은 결과들도 함께 발생하였다. 우선 정부에서 개발업자에게로의 토지사용권 양도시장(토지 1급시장)이 중앙・성(省)정부의 인가를 통해 일원화되었기 때문에 일종의 독점으로 인한 공급부족 상태가 발생하여 지가 상승이 초래되었다. 둘째, 지금까지 도시의 국유지를 주요 대상으로 하고 있던 토지의 '유상사용제도'가 농지 등의 집체소유지에 대해서도 본격적으로 적용되게 되었다.[16] 셋째, 지역에 비축된 토지 중 시장가격으로 양도되는 입찰이나 경매 방식의 비율이 늘어난 반면, 농지 등을 수용할 때 지불되는 보상비는 저렴하기 때문에 그 차액인 지방정부의 수입이 크게 증가했다.

이런 배경하에 2002년경부터 제2차 부동산개발 붐이 본격화되었다. 이때부터 제1차 붐과 달리, 위에서 설명한 바와 같이 집체소유의 농지 등을 지방정부가 '수용'하여, 일단 국유화한 후에 유상양도를 실시하는 방법이 주류가 되었다. 따라서 충분한 보상도 없이 토지를 잃은, 이른바 '실지농민'의 존재가 사회문제로 크게 부상하였다. 그런 상황에서 2003년 3월부터 시행된 「농촌토지청부법」에서는 개별 농가의 소위 '청부권'을 토지에 대한 사용수익 물권의 일종임을 명문화하여, 농가의 토지에 대한 '재산권' 보호의 길을 열었다. 구체적으로는 토지사용권의 당사자의 의사에 따라 상속・매매를 인정하고, 청부기간(경작지 30년, 목초지 30~50년, 삼림 30~70년 등) 내에는 농지의 사용권이 정부 등에 의해 회수되지 않는다는 것 등을 결정했다.

2007년 10월, 사회주의 공유제를 주체로 한 가운데, 다양한 소유제에 의한 경제의 공동발전이라는 원칙을 확인하고, 국가와 집단의 소유권뿐만 아니라 개인의 소유권도 평등하게 보호한다는 것을 명기한 「물권법」이 시행되었다. 여기에는 토지사용권 등으로 대표되는 사용수익 물권이 등기제도를 통해 보장되었고, 나아가 계약기간 만료 이후에 대해서도 다루고 있으며 정

---

16 예를 들면, 동부의 어느 현(縣)에 설립된 '토지비축센터'에서는 2001년까지 비축이 이루어진 토지 중 농지를 수용한 비중이 14.4% 정도였지만, 2002년에는 88.3%로 높아졌다(『財經』, 제153기).

부의 토지수용 시 주민보상에 관한 규정 등이 담겨 있다.

이상에서 살펴본 바와 같이, 1990년대 초반 외국기업 등을 유치하는 공업단지의 개발을 위해, 지방정부가 토지의 사용권을 민간 개발업자에게 양도하여, 획득된 자금을 인프라 등 도시 건설에 투입하는 형식을 취한 도시개발방식이 점차 확대되고 있음을 알 수 있다. 특히 1990년대 후반 이후 토지비축제도하에 농지 수용으로 확대되고, 2000년대 들어서는 도시 토지사용권 양도에 있어 지방정부의 독점적 지위가 확보되었다. 1990년대 후반부터는 도시 상품주택의 개발이라는 부동산 수요가 생겨나, 부동산가격은 대도시를 중심으로 지속적으로 상승세에 있다. 이것이 최근에는 개발에 의한 강제철거 문제와 지대의 상승에 따른 시민생활의 압박, 폭리를 올리고 있는 부동산이나 지방 간부에 대한 불만의 형태로 사회문제가 되었다. 이에 대해 중앙정부는 지방정부와 개발업자 등에 의한 불법 폭력적인 토지 수용이 되지 않도록, 또 농민 등 원래 토지사용의 수익권자에게 충분한 보상금을 지불하도록 주로 법제 면에서의 정비와 개별 통지를 통해 대응해 왔다고 할 수 있다.

제3절 중국의 부동산시장과 지방정부

1. 부동산 관련 조세수입

일반적으로 지방정부에 있어서는 공식적인 예산수입에서 토지 및 부동산 관련 조세수입이 점하는 비중이 주요 재정재원이므로, 중국 지방정부의 재정수입구조를 살펴보기 전에 우선 토지 및 부동산 관련 지방정부 예산의 세금 수입에 대한 과세대상과 그 근거, 세율 및 지방에서의 유보비율 등에 대해서 간단히 살펴보자.

〈표 8-1〉에서 볼 수 있듯이 중국의 토지 및 부동산에 대한 세금에 있어서 가장 특징적인 것은 토지에 대한 과세와 건물에 대한 과세가 각각 다른 체계로 되어 있다는 것이다. 예를 들어, '부동산세' 및 외자 기업을 대상으로 한 '도시부동산세'는 토지가 아닌 건물의 원가에 대해 과세된다. 반면,

〈표 8-1〉 부동산 관련 세금

	세목	과세 근거	세율	지방 유보율
부동산 점용자에 대한 과세	부동산세	부동산원가	1.20%	100%
	도시부동산세	부동산원가	1.20%	100%
	경지점용세	경지면적	1~10위안/㎡	100%
	도시토지사용세	토지면적	1.5~30위안/㎡	100%
부동산 판매·양도 이익에 대한 과세	계약세	계약액	2% 또는 4%	100%
	영업세	매출액	5%	100%
	인지세	계약액	0.03~0.05%	50%
	도시유지건설세	납세액	5~7%	100%
	기업소득세	기업수입	33%	40%
	개인소득세	개인수입	20%	100%
	토지증치세 (부가세)	부가가치	30~60%	100%
부동산 임대수입에 대한 과세	부동산세	임대수입	12%	100%
	도시부동산세	임대수입	18%	100%
	영업세	임대수입	5%	100%
	기업소득세	기업수입	33%	40%
	개인소득세	개인수입	20%	40%

주: 지방유보율이 100%인 경우는 지방이 징수하여 중앙에 상납(반환)하지 않고 100% 유보할 경우임.
자료: 「物業稅起步」, 『財経』, 第99期, 2004年 1月 5日.

'도시토지사용세'는 공유부문 이외의 기업이 토지를 사용할 때 정부에 지불하는 '사용료'의 일부를 조세로 제도화한 것으로, 토지의 수익성에 따른 '차액지대' 조정이라는 의미가 있다.[17] 이 외에 또 도시의 토지가 국유인 반면, 농지는 집체소유라는 소유제도의 차이를 반영하여 토지·부동산 관련 세금도 농촌과 도시에서 서로 다른 제도가 적용된다는 점, 도시유지 건설세와 같이 납세액에 대해 부과되는 부가세와 같은 성격이 있다는 점에서 그 체계

17 이제까지 국유지를 무료로 이용해 온 국유기업으로부터 정부가 지대를 회수할 목적으로 도입된 '토지사용비'는, 당초 토지의 소유권이 국가에 있다는 것을 나타내는 정도의 상징적인 징수액으로 설정되었다(小野寺淳[1998], p.29). 도시토지사용세의 세율도 당초는 경미한 것이었지만 2007년부터 3배로 인상되었다.

가 매우 복잡하다.

이어 지방정부 재정수입구조에서 부동산 관련 부분이 어느 정도를 점하는지 살펴보자. 1994년 분세제의 시행으로 국가재정수입에서 중앙과 지방이 점하는 비율이 전과 달리 56:44로 역전된 반면, 재정지출의 실제 운용에 있어서는 중앙 대 지방의 배분비율이 30:70으로 되었기 때문에 지방정부의 재정기반은 심히 약화되었고 대부분의 지방정부가 재정부족을 겪게 되었다(부록 Box 2 참조). 지방정부 예산은 일반 예산과 기금으로 구성되는데, 원칙적으로 균형예산이며 국무원 결정에 의하지 않고서는 지방채를 발행할 수 없기 때문에 예산상의 재정적자나 부채 규모가 클 수는 없다.

중국의 지방정부 수입은 자체수입이 지방정부 총수입의 55% 정도를 점하며, 중앙정부로부터의 세수 반환과 이전이 약 45%를 차지한다. 자체수입과 중앙정부로부터의 이전을 합친 예산의 일부가 도시개발에 사용되기도 하지만 주로 행정, 치안, 교육 등 일반적인 목적에 지출된다. 지방정부 자체수입의 대부분을 구성하는 세수 중 많은 항목을 차지하고 있는 주요 부동산 관련 세수는 약 10% 정도를 점한다(표 8-2 참조). 하지만 지방정부 자체수입만을 보면, 자체 정부수입의 80% 이상이 세수로 충당되는데, 주요 부동산 관련 세수가 자체수입에서 점하는 비중은 2008년 17.4%, 2009년 19.1%로 작지 않다고 볼 수 있다. 또한 앞의 〈표 8-1〉에서 보았듯이 영업세와 소득세(기업, 개인) 중에도 토지 및 부동산 관련 세수입이 발생할 수 있다는 면에서 본다면 지방정부 수입에 있어서 토지 및 부동산 개발 관련 항목은 중요한 부분이다.

2. 토지 양도수입

지방정부 재정수입 중 토지 및 부동산 관련 수입이 적지는 않지만, 지방정부가 맡고 있는 상당 규모의 도시개발 건설비용의 원천이 되는 것은 세수보다는 토지사용권 양도수입 등 토지 관련 재정수입이다. 지방정부는 이상과 같은 토지 거래·보유에 관련된 세수 외에 다음과 같은 여러 비용을 개발업자로부터 징수하고 있다(『財経』, 153기).

〈표 8-2〉 중국 지방재정의 수입구조

	금액(억위안)		총수입 대비 비중(%)		자체수입 대비 비중(%)	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009
1. 각종 세수입	23,255	26,157	45.0	42.8	81.2	80.2
부가가치세	4,499	4,565	8.7	7.5	15.7	14.0
영업세	7,394	8,847	14.3	14.5	25.8	27.1
기업소득세	4,002	3,918	7.7	6.4	14.0	12.0
개인소득세	1,488	1,583	2.9	2.6	5.2	4.9
자원세	302	338	0.6	0.6	1.1	1.0
도시유지건설세*	1,336	1,420	2.6	2.3	4.7	4.4
부동산세*	680	804	1.3	1.3	2.4	2.5
인지세*	362	402	0.7	0.7	1.3	1.2
그중 증권거래세	29	15	0.1	0.0	0.1	0.0
도시토지사용세*	817	921	1.6	1.5	2.9	2.8
토지부가세*	537	720	1.0	1.2	1.9	2.2
차량선박세	144	187	0.3	0.3	0.5	0.6
경지점용세*	314	633	0.6	1.0	1.1	1.9
부동산취득세*	1,308	1,735	2.5	2.8	4.6	5.3
담배세	67	81	0.1	0.1	0.2	0.2
기타 세수입	4	5	0.0	0.0	0.0	0.0
부동산 관련 세수 합계	4,993	6,232	9.7	10.2	17.4	19.1
2. 비세수입	5,395	6,445	10.4	10.5	18.8	19.8
3. 지방 자체수입	28,650	32,603	55.5	53.3	100.0	100.0
4. 중앙세수 반환 및 이전	22,991	28,564	44.5	46.7	80.2	87.6
5. 지방재정 총수입	51,641	61,166	100.0	100.0	180.2	187.6

주: 각년도 결산액 기준.
자료: 2008년, http://yss.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengshuju/200907/t20090707_176723.html.
2009년, http://yss.mof.gov.cn/2009nianquanguojuesuan/201007/t20100709_327130.html.

① 경지개간 비용, 토지사용권 양도금, 신증 건설용지 토지유상 사용비용, 관리비, 등기비용, 주택 철거 비용 등 토지부서에서 관리하는 수입
② 토지비용, 토지임대 비용 등 지방정부의 재정부문이 관리하는 수입
③ 농업, 부동산, 수리, 교통, 우편 전신, 문화재, 방공, 임업 등 다양한 부서의 잡다한 비용 수입

특히, 국토자원부 등의 부문에서 관리하는 토지사용권 양도수입은 그 규모가 매년 확대되고 있는데, 이는 지방정부가 농지 등에 대한 사실상 '소유권'을 이용하여 시장에서 스스로 그 '사용권한'을 양도함으로써 얻는 수입이므로, 정부의 시장개입에 의한 '렌트'의 일종으로 해석할 수 있다.[18]

당초 토지사용권 양도수입은 중앙과 지방이 4:6으로 분할하게 되어 있었다. 후에 중앙의 몫은 32%가 되었고, 1992년 「국유지 사용권의 유상양도수입의 징수 관리에 관한 잠정법」에서는 지방이 양도수입의 5%를 중앙에 상납하도록 조정되었다. 또한 分稅制가 실시된 1994년 이후에는 모두 지방에 유보되게 되어 지방정부의 중요한 자금원이 되었다. 특히 지방정부의 토지 양도수입의 증가에 기여한 것은 2002년 이후 토지 양도방식의 전환이다. 이는 수의계약보다는 투명한 방식이라 여겨지는 입찰・경매 방식으로의 전환이다. 2002년 이후의 부동산 붐 속에서, 연해지방에서는 지방정부의 손에 양도수입이 수십억위안에 달하는 곳도 드물지 않게 되고, 그들 중 상당 부분이 도시의 난개발에 이용되는 것이 지적되었다. 이러한 사태를 맞아 2004년 국무원은 지방정부에 양도금의 15%를 농업개발로 사용하도록 요구했다(『財経』, 第155期).

양도수입은 2007년 이전에도 기금수입으로 계상되기는 했지만 금액이 극히 적었다. 2002년의 경우 양도소득 전체 2,400여 억위안 중 309억위안 정도가 예산 내 수입으로 처리되었다. 따라서 대부분은 통계에 나타나지 않는 '제도외 자금'[19]('제2재정', '소금고'라고도 칭함)으로 지방정부가 보유하였다. 또한 그 과정에서 주민에 대한 규정의 보상금이 지급되지 않으며, 폭력적인 수단을 사용하여 퇴거시키거나 하는 등 토지수용권이 지방정부에 의해 불법적으로 이루어지는 경우가 많았던 것으로 지적되고 있다. 2007년 이후에는 지방의 '기금수입'으로 계상되어 중앙의 비준을 받는 예산 내 수입이 되었다.[20]

---

18 이하 본문에 서술되는 토지사용권 양도수입의 내역은 보다 엄밀하게는 토지의 취득비용(농민에 대한 보상 등), 정지・인프라 정비비용, 매매수익(양도수입) 등 세 부분으로 이루어진다.

19 중국 재정통계에는 예산 재정수지와 그 이외의 '예산 외 자금수지'가 존재하지만, '제도외 자금'은 '예산 외 자금'의 통계에도 포함되지 않는 사실상 지방정부의 '비자금'이라 할 수 있는 자금이다.

〈표 8-3〉 지방재정 자체수입과 토지양도금 수입

	지방재정 자체수입(억위안)	지방정부 토지 양도수입(억위안)	양도수입 비율(%)	그중 경매액 (억위안)	경매액 비중(%)
2001	7,803	1,296	16.6		
2002	8,515	2,417	28.4	969	40.1
2003	9,849	5,421	55.0	2,938	54.0
2004	11,893	5,894	49.6	3,254	55.2
2005	15,100	5,505	36.5	4,196	76.2
2006	18,303	7,676	41.9	5,492	71.0
2007	23,565	11,947	50.9	9,551	79.9
2008	28,650	9,600	33.0(18.6)*	–	–
2009	32,603	14,239	43.0(21.5)*	–	–

주: 1) 양도수입은 토지사용자가 정부에 지불한 토지사용권 양도금, 토지개발비, 정지비(整地費) 등의 합계액임.
* ( ) 안의 수치는 지방재정총수입 대비 비중임.
자료: 2007년까지의 양도금 수입 및 경매액은 黃祖斌, 「地方政府將喝下自釀的樓市苦酒」(2009. 1. 6), 이후는 신문기사 참조. 지방재정 자체수입은 「중국통계연감」 각년판 참조.

〈표 8-3〉에서 보듯이 지방정부의 토지사용권 양도수입 규모는 2001년에는 1,296억위안으로 지방정부 자체 재정수입 규모의 16.6% 정도 수준이었으나, 2002년부터 급속하게 증가하여 2007년에는 1.2조억위안에 달해 이후 지방정부 자체 재정수입 규모의 거의 절반에 달하였다. 2005년과 2008년에는 전체 양도수입이 전년대비 감소를 보였다. 이는 전반적으로 면적이 감소하였기 때문인데, 이 시기에도 경매방식의 양도수입은 증가하고 있다. 후에 상술하겠지만 지방정부의 수입을 위해서 수의계약방식으로 상대적으로 저렴하게 공급하는 공업용지 등 외에 주로 경매방식이 적용되는 상업지나 주거용지를 양도함으로써 경매방식의 양도수입을 증가시킬 수 있기 때문이다. 지방정부에 있어서 토지양도금 수입은 매우 큰 규모의 금액이다. 중앙정부의 보조금을 포함한 총재정수입 규모에서 토지양도금 수입의 비중을 살펴보면 2009년 21.5%에 달하고 있어, 앞서 본 부동산 관련 세수와 합할 경우 지방

20 2007년 1월부터 토지의 유상양도에 관한 수입과 지출 전액을 지방기금예산관리의 대상으로 하도록 결정되었고, 동시에 토지수익금 사용범위에 관해서도 토지수용, 보상, 토지개발, 농민지원, 도시건설 지출 등의 용도로 한정되도록 규정되었다(『財經』, 제179기).

정부는 토지, 부동산 관련 수입에 30% 이상을 의존하고 있음을 알 수 있다.

2009년의 경우 양도수입 총 1조 4,239억위안 중 일부인 1,912억위안이 다음 연도로 이월되고 총 1조 2,327억위안이 집행되었는데, 이를 용도별로 보면, 가장 큰 지출은 역시 토지수용 이주보상비로 40%가 지출되었고, 나머지 60%는 투자성 지출이다. 재해복구에 9.7%, 농촌 인프라와 경지개발에 지출되는 비중이 7.4%이지만, 도시 인프라 건설에 27.1%, 토지개발에 10.7%가 지출되고 있어 도시개발에 지출되는 비중이 37.8%에 이름을 알 수 있다. 경직성 경비인 이주보상비를 제외한 나머지 수입의 범위에서 인프라 투자가 집행되기 때문에 기금수입인 토지사용권 양도수입과 수지는 대체로 균형을 이룬다.

하지만 지방정부가 토지이용 형태에 따라 양도방식을 달리하여 토지가격과 양도수입을 조절할 수 있는 여지는 여전히 존재한다. 국유지 사용권 유상양도 중 수의계약은 주로 공장이나 공공시설 등의 건설용지를 특정 개발업체와 기업에 저렴하게 양도하는 것이다. 지역에 더 많은 공장을 유치하면 장기적으로 세수 증가를 기대할 수 있으므로 지방정부는 경쟁적으로 경제개발구를 설립하여, 기업에 양도가격을 인하한다(『財經』, 제153기).

국유지 사용권 유상양도에서 경매액(입찰 포함)이 점하는 비중은 2007년 79.9%까지 높아졌다(표 8-3 참고). 즉, 금액 면에서 수의계약방식이 20%에 불과할 정도로 줄고 있다는 것을 의미한다. 수의계약에 관한 최신 자료는 아니지만 〈표 8-4〉, 〈표 8-5〉를 통해 수의계약방식의 내용을 엿볼 수 있다. 〈표 8-5〉를 보면 알 수 있듯이, 면적기준으로는 수의계약이 전체의 60~70%로 압도적인 점유율을 차지하고 있지만, 양도수입 금액기준으로는 전체의 30~40%에 불과하며, 2005년에는 30% 미만이다. 이 때문에 수의계약방식이 경매입찰방식에 비해 훨씬 저렴한 가격에 양도되고 있음을 알 수 있다. 따라서 금액 면에서 상대적으로 저렴하게 양도되는 수의계약방식이 차지하는 비율이 급속히 하락하고는 있지만, 면적에서 점하는 비중은 여전히 클 것으로 판단된다.

〈표 8-6〉을 보면 교통·운수용에 이어 광공업기업에 수의계약방식으로 양도하는 비중이 오히려 수리시설, 공공시설보다도 높음을 알 수 있다. 반면에

〈표 8-4〉 토지 양도수입의 용도별 지출(2009년)

(단위: 억위안, %)

토지개발지출	도시인프라 건설지출	재해복구 항목
토지 양도수입의 총지출액	14,239	
이월액	1,912	
토지양도지출액	12,327	100.0
토지수용 이주보상비	4,985	40.4
토지개발지출	1,322	10.7
도시인프라 건설지출	3,340	27.1
농촌인프라	433	3.5
경지개발 토지정리	477	3.9
피수용농민 보조	194	1.6
토지양도업무지출	86	0.7
저가주택임대지출	187	1.5
농토개발	107	0.9
재해복구	1,191	9.7

자료: 중국재정부, 「全國土地出讓收支基本情況」, 2010-04-13.
http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengshuju/201004/t20100413_286852.html

〈표 8-5〉 국유지 유상양도에서 수의계약의 비율

(단위: %)

	2003	2004	2005
면적 기준	72.02	71.12	65.44
금액 기준	43.35	44.65	28.69

자료: 국토자원부, 『中國國土資源年鑑』.

〈표 8-6〉 용도별로 본 수의계약의 비율(2005년)

(단위: 금액 기준, %)

용도	상업용지	광공업 기업	공공시설	주택	수리시설	교통·운수
비중	15.13	89.54	50.20	8.11	72.37	97.85

자료: 국토자원부, 『中國國土資源年鑑』.

주택용지, 상업용지는 수의계약 비중이 매우 낮은 편이다. 이것은 기업유치를 위해 지방정부들이 토지 1차 시장의 공급가격을 경쟁적으로 인하하기 때문으로 판단된다. 이 점만을 놓고 보면, 토지시장은 경쟁이 작동하고 있는

바람직한 상태에 있는 것처럼 보인다. 그러나 이것은 한편, 정부의 토지취득이 '구매자 독점'의 상황에 있으며, 토지의 양도가격이 낮아지면 농민 등에 대한 충분한 보상이 지불되지 못하는 상황이 발생할 수 있음을 암시하는 것이기도 하다.

이처럼 토지의 사용목적에 따라 명확하게 다른 양도방식이 채용되고 있으며, 그 가격에 큰 차이가 있다는 것은 용도에 따른 토지수요의 가격탄력성 차이에 따른 것으로도 설명할 수 있다. 예를 들어, 제조업체가 공장 건설부지를 찾을 경우에, 특수한 산업집적이 형성되어 있는 경우를 제외하면, 특정 지역에 집착할 필요는 크지 않다. 오히려 토지가격과 인건비 등의 비용이 조금이라도 싼 곳에 위치할 유인이 높을 것이다. 이것은 제조업의 경우 생산의 입지가 반드시 요구에 의해 제약되지 않는 데서 오는 것이며, 공장 건설용지에 대한 수요는 토지가격에 대한 탄력성이 크다는 것을 의미한다.

반면, 주거지나 상업시설은 원래 지역주민의 수요에 따라 건설이 진행된다(입지가 수요에 크게 제한된다). 때문에 다른 지역과의 대체성이 낮을 것이다. 따라서 예를 들어, 지역의 인구가 많다거나 일정한 수익을 전망할 수 있다면 비용이 조금 높아도 해당 지역의 토지를 취득하려는 유인이 작동한다. 즉, 공장 건설용지에 비해 주택지 수요의 가격 탄력성은 매우 낮고 비탄력적이다.

이 때문에 공업용지를 수의계약으로 민간에 저렴하게 양도하는 행위는 다른 지역과의 투자유치 경쟁이라는 측면과 동시에 탄력성이 낮은 상업지역과 주거지역의 공급가격을 인상시켜서 더 많은 렌트를 획득하려는 의도에 근거한 것으로 이해할 수 있다.

여기서 주의해야 할 것은, 이상과 같은 토지의 가격 및 용도 결정이 지방정부에 의해 제어되며, 이는 애초부터 일종의 독점 상태에 있기 때문에 성립한다는 점이다. 만약 개발업자에게 토지의 자유로운 전용이 인정될 경우에, 개발업자는 싸게 양도되는 공업용지를 주거지로 전용하는 것을 통해 더 큰 이익을 얻을 수 있기 때문이다.

저렴한 공업용지를 수의계약으로 제공하는 행위는 비교적 가용지가 풍부한 도시화가 덜 진전되어 용지가 풍부한 현급 도시에서나 가능할 것으로 추

론된다. 현급 소도시에서는 지방정부가 가급적 상업·주거 용지를 고가로 양도하려 하고, 공업용지 등으로 개발업자에게 렌트 수익이 돌아가도록 하는 두 가지 토지이용을 모두 선택할 수 있는 가능성이 높다. 전자는 직접적으로 지방정부의 수입을 증가시키는 방식이고, 후자는 우회적인 방식이다. 우회적인 방식 중에는 후술하듯이 지방정부 산하 투자공사를 통한 은행융자를 활용해 장기적인 개발이익을 도모하기도 한다.

지구급 이상 수준의 대도시의 경우 공업용 가용지가 부족할 것이므로, 공업용지보다는 주로 상업용지, 주거용지를 경매·입찰을 통한 시장가격으로 양도하려 할 것이다. 특히 용지가 부족하지 않더라도 공급량을 조절한다면 대도시일수록 지가가 높을 것이므로 막대한 양도수입을 거둘 것으로 예상된다.

〈표 8-7〉에서 보듯이 2009년 중국 전역의 토지사용권 수입은 약 1.5조위안으로 전국 재정수입의 21.9%, 전국 GDP의 4.4%에 이른다. 2009년 지방정부의 국유지 총양도면적은 20.9만ha로 2008년 15만ha에 비해 39%가 증가하였고, 그중 부동산 개발업자에게 유상양도한 면적은 10.3만ha로 전년대비 36.7%가 증가했지만, 지방정부가 취득한 양도수입은 그보다 훨씬 크게 56%나 증가하였다. 즉, 면적 증가에 비해 양도수입 증가율이 2배나 높았다. 이는 거래 토지가격이 매우 높아졌기 때문이다.

지방정부의 토지사용권 양도금에 대한 의존은 일반적으로 재정이 부족한 소도시, 즉 현급 도시에서 더 높은 유인이 있을 것으로 생각된다. 하지만 경제가 활성화된 연해도시와 지구급 이상의 대도시의 지가가 비싸기 때문에 양도금수입이 크고, 지가가 상승할 경우 그 수입은 매우 커진다. 그 예로 2008년 베이징의 토지 양도수입은 503억위안으로 총재정수입의 27%였는데, 2009년에는 928억위안으로 45.8%나 증가하였다. 〈표 8-6〉을 보면 양도수입이 도시의 재정 총수입에서 차지하는 비율은 우한, 충칭, 쑤저우 등 일부 도시를 제외하고는 모두 40%를 넘는다. 표에 나타난 도시는 모두 직할시 혹은 성(省)의 수도로 대도시들이다. 양도수입이 가장 큰 5개 도시는 상위에서부터 항저우, 상하이, 베이징, 톈진, 광저우 순으로 연해지역 대도시이다. 양도수입이 가장 큰 항저우에서는 양도수입이 재정수입을 훨씬 넘는다.

〈표 8-7〉 대도시 토지사용권 양도수입 상황(2009년)

도시명	양도수입 전국 순위	토지사용권 양도수입(억위안)	전년대비 증가율(%)	재정총수입에 대한 비율(%)
전국		15,000*	56.0	21.9
항저우(杭州)	1	1,054	23.8	103.4
상하이(上海)	2	1,043	17.2	41.1
베이징(北京)	3	928	8.5	45.8
톈진(天津)	4	732	6.7	40.6
광저우(廣州)	5	489	30.1	69.6
충칭(重慶)	7	440	27.6	37.9
우한(武漢)	8	361	34.5	35.9
선양(瀋陽)	13	295	9.3	92.2
쑤저우(蘇州)	14	275	32.6	36.9
다롄(大連)	15	262	7.9	65.5
난징(南京)	16	242	6.6	93.1
지난(濟南)	17	183	36.0	91.5
허페이(合肥)	20	154	13.7	45.0

주: * 양도수입과 전년대비 증가율이 앞 〈표 8-3〉과 다른 것은 계약액 기준이기 때문임.
자료: 中國指數硏究院, 「2009年中國土地出讓額年間報告」.

이 자료에 따르면 각 지방, 특히 주요 대도시에서도 양도금 수입이 정부 도시개발의 중요한 재원이 될 것으로 판단된다.

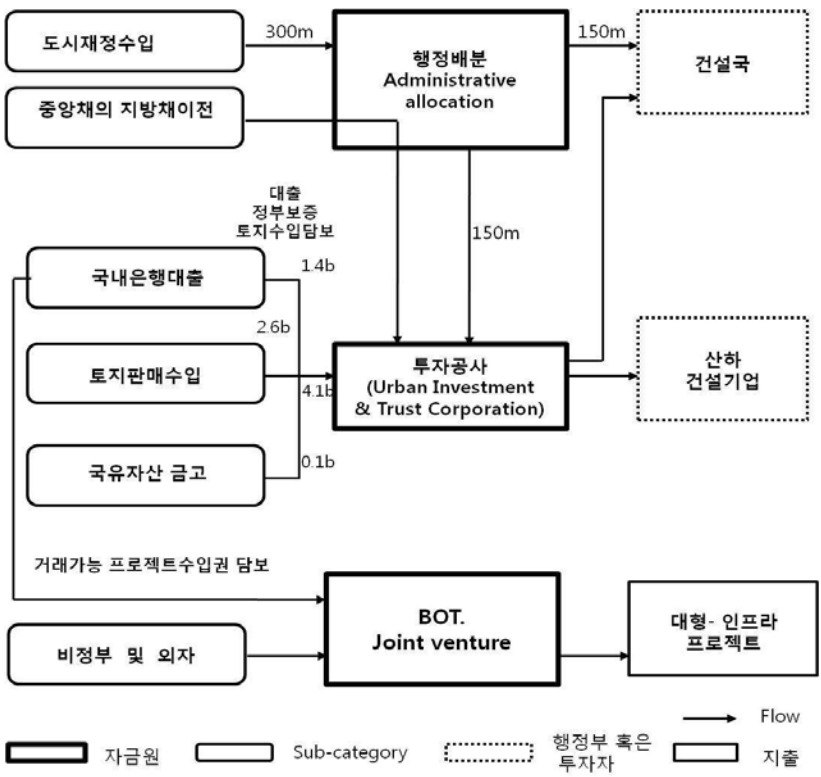
만약 부동산시장이 하락하면, 토지사용권 양도수입도 필연적으로 낮아지고, 거래량이 줄어들어 지방정부의 재정수입이 큰 영향을 받게 된다. 현재 모든 지방정부의 향후 재정수요가 확대되는 가운데, 부동산시장의 침체는 지방정부가 피하고 싶은 상황이라는 것에는 의문의 여지가 없을 것으로 판단된다. 소도시만이 양도수입에 의존하는 것이 아니라 대도시의 양도수입 의존도도 매우 큰 상황이다.

이상의 분석을 정리하면, 중국은 2000년대의 도시화 과정에서 도시화 임무를 진 지방정부가 개발 재원을 확보하기 위해 토지 양도수입 확보를 목표로 토지시장에서 기업가적 행위를 하고 있다고 할 수 있다. 지방정부에 의한 토지가격의 상승은 치솟는 부동산가격과 사회적 불안의 요인을 제공하고 있다고 할 수 있다.

3. 지방 산하 투자공사와 금융대출

확대되는 지방정부의 공공지출 수요와 도시개발 재정을 위해 국유지 사용권 양도수입이 모든 수준의 지방정부에 다 중요하지만, 지구급 수준 이상의 지방정부는 금융대출을 이용할 수 있는 투자공사(Urban Investment & Trust Corpoation)를 이용하고 있는 것으로 알려져 있다.[21] [그림 8-6]은 지구급 이상 대도시의 도시개발 재정을 예로 도식화한 것이다. 대도시의 경우

[그림 8-6] 지구급 이상 도시의 도시개발 재정



자료: De Wang, Li Zhang, Zhao Zhang and Simon Xiaobin Zhao, "Urban Infrastructure Financing in Reform-era China," Urban Studies, 1-24, 2011.

21 지방도시별 도시 인프라를 위한 수입과 지출에 관한 세부적인 자료를 사용할 수는 없으므로 De Wang *et al.*(2011)의 사례연구를 이용한다.

도시개발의 가용자본으로 재정수입과 토지 양도수입 외에도 국내은행에서의 대출을 사용한다. 사례 도시의 경우 재정수입 3억위안 중 절반을 도시 공공시설과 녹지의 일반적인 유지를 위해서 도시건설국에 할당했다. 나머지 절반은 도시투자공사의 프로젝트 진행에 투입하였다. 투자공사에는 이 밖에 14억위안의 은행융자, 토지 관련 수입 26억위안, 국유자산 수익금 1억위안이 추가되었다. 이 같은 투자공사 사례는 중국에서는 이미 특수한 사례가 아니다. 지구급 이상의 다른 도시들에서도 이와 같은 형태의 구조가 관찰되고 있다.

주목해야 할 것은 사례의 도시에서 보듯이 많은 인프라 프로젝트가 현재의 세입보다는 다양한 대출에 의해서 진행된다는 점이다. De Wang *et al.*(2011)은 지방 산하 투자공사를 두는 도시는 다른 지구급 도시들에 비해 토지 양도수입에 대한 의존도가 낮을 것으로 보고 있다. 하지만 투자공사도 투자 회수기간이 긴 교통시설 등 도시 인프라 개발을 위해 주로 지방정부 보증하에 은행대출을 받지만, 이를 통해 수익이 나오지 않는다면 이를 상환할 책임은 결국 지방정부가 져야 할 것이고, 지방정부로의 상환자금으로서는 결국 토지 양도수입에 의존할 수밖에 없게 된다.

중국의 재정법에서는 중앙정부의 비준 없이 지방정부의 금융대출을 금지하고 있으나 위 사례와 같이 지방정부가 정부투자 프로젝트의 자금조달을 위해 설립한 회사는 도시공사, 신탁공사, 투자공사 등 다양한 형태를 지니는데, 중국에서는 이를 총칭하여 '지방정부융자플랫폼(地方政府融資平台公司: local government finance vehicles)'이라고 한다. 지방정부가 토지사용권 양도수입만의 재원으로 투자할 경우 그 규모는 1조위안을 넘기 어렵지만 지방정부의 높은 지역개발 욕구로 인해 그 이상의 투자를 실행하려는 유인이 존재하므로, 산하 투자공사의 담보를 통해서 상당한 규모의 은행차입이 이루어진 것으로 파악된다.[22] 또한 중앙정부도 지방정부의 투자 확대를 유도하기

---

22 금융위기 직후 2009년에는 경기부양을 위한 중앙정부의 재정 및 금융 완화와 더불어 도시개발 투자수요가 확장된 때문인 것으로 판단된다. 2008년 말 중앙정부가 4조위안 규모의 경기부양투자계획을 밝히면서 그중 1조 1,800억위안을 중앙에서, 나머지는 지방에서 투자하도록 했는데, 지방정부가 이에 과도하게 호응하여 18조위안 규모의 투자계획을 경쟁적으로 제출하였다(최필수[2011], p.4).

〈표 8-8〉 지방 투자공사 대출잔액과 원금상환액 추정

(단위: 조위안)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
대출잔액	4.2	7.2	9.4	9.8	8.8	7.0	4.9
원금상환액	0.4	0.6	0.8	1.2	2.2	2.3	2.1

자료: 중국국제금융공사(CICC), 박동준(2010), p.10에서 재인용함.

위해 지방 투자공사의 설립과 투자 활동을 뒷받침하는 정책을 내놓아 금융위기 이전에는 인프라투자 지출을 위한 재원은 토지사용권 양도수입이 대부분이었던 상황에서, 금융위기 이후에는 지방 투자공사의 거대한 은행차입이 추가되는 형태로 전환되었다.

중국은행업감독관리위원회(CBRC) 류민캉 주석은 지방 투자공사 대출잔액이 2009년 말 기준 7.3조위안이라고 발표하였고, 국가감사원의 최근 보고서에 따르면 지방정부의 재정감사를 통해서 16개 도시 중에서 100% 이상의 부채를 보유한 경우도 있는 것으로 나타났다. 따라서 많은 투자공사 형태에 의한 부동산투자는 금융시스템, 특히 은행자산의 건전성에 미치는 영향도 적지 않을 것이며, 실제 대부분이 지방정부의 지급보증인 경우가 많을 것이므로 지방정부 재정을 악화시킬 수도 있을 것으로 판단된다.

앞서 부동산투자의 GDP 성장기여도가 높아지고 있지만, 한편 GDP 대비 부동산투자율이 2009년 이후 10%를 넘어서서 과열기미를 보이는 것이 아닌가 하는 우려가 있었다. 부동산투자가 확대된 이면에는 이처럼 지방 투자공사 설립에 의한 도시개발 확대가 배경이 된 것으로 판단된다.

투자공사 설립 및 이를 통한 지방정부의 대규모 은행차입은 특히 2009년 이후 경기부양 상황에서 보편화·확대된 것으로 향후 긴축정책, 부동산시장 침체 시에는 지방정부의 부채와 은행자산의 건전성 악화가 우려된다.

중국국제금융공사(CICC)의 예측에 의하면 지방 투자공사에 대한 대출억제를 강화하고 있지만, 그럼에도 불구하고 기존 투자의 후속대출로 대출잔액은 2011년 9.8조위안까지 증가할 전망이라고 한다. 원금상환액은 현재 1조위안 미만이지만, 2012년부터 급속히 늘어 2조위안을 넘어서게 될 것으로 전망된다.

수익이 나지 않는 투자공사의 원리금 상환은 결국 보증자인 지방정부가 할 수밖에 없다. 앞서 〈표 8-3〉에서 보았듯이 지방 자체재정수입 규모는 2009년의 경우 3.2조위안이지만, 도시 지방정부의 지출임무가 커 재정 부족인 상황에서, 지방정부의 원리금 상환 대납재원은 토지사용권 양도기금에서 충당해야 할 것으로 판단된다. 토지사용권 양도수입도 전체가 다 가용할 수 있는 재원이 아니다. 〈표 8-4〉에서 보았듯이 양도수입 중 경직성 경비인 이주보상금이 차지하는 40%를 제외한 전액 0.8조위안 정도만을 전액 원리금 상환에 투입할 수 있으므로 크게 부족할 것으로 예상된다. 만일 이와 같이 투자공사의 부실이 생기면 지방재정이 급속히 악화될 우려가 있다. 나아가 지방정부도 투자공사의 부채를 대납할 수 없을 경우에는 결국 은행의 부실채권이 늘어나게 된다. 이에 따라 대출 만기가 도래하는 2012년 이후에는 은행부실 위험이 높아질 전망이다.

제4절 결 론

이상 전 절의 분석내용을 요약하면 다음과 같다. 중국의 경우 도농분할의 이원체제 유산의 영향으로 도시화율이 낮은 편이어서 향후 장기적으로 도시화 전망이 밝은 편이다. 이런 전망에 근거하여 도시개발을 추진하는 정부나 개발업자나 모두 부동산불패 신화를 믿고 있다.

2000년대 전반을 통해 보면 부동산투자가 급속하게 증가하였다. 이는 도시개발 수요를 낙관하는 대도시 지방정부일수록 가용지 부족 심화와 토지양도의 시장가격화(수의계약에서 공고・입찰・경매 방식으로 전환) 등으로 토지가격이 상승하면서 토지 양도수입이 급증했고, 이를 기반으로 도시개발을 가속화하고 있기 때문이다. 또 도시화 임무를 진 지방정부가 개발 재원을 확보하기 위해 토지시장에서 기업가적 행위를 하게 되어, 토지가격이 상승하여 치솟는 부동산가격과 사회적 불안요인을 초래하고 있다.

최근 도시 부동산투자는 증가율로 보아 과열기미가 있는 것으로 판단될 정도로 높아지고 있다. 특히 투자공사를 통한 무분별한 금융자금의 융자는

부동산시장이 침체될 경우 GDP 성장, 지방정부의 재정, 은행의 자산건전성 등의 부분에서 부정적인 영향을 창출할 우려를 낳고 있다. 즉, 중국의 지방정부 중심의 도시 부동산투자의 성장은 최근까지 중국의 경제성장을 강력하게 견인해 온 측면이 있지만, 중국정부의 거시경제정책을 곤란케 할 우려를 발생시키고 있다고 할 수 있다.

최근의 투자공사와 지방정부 재정과 관련된 리스크 중 우리와 단기적으로 연관된 측면에 대해 생각해 볼 필요가 있다. 단기 리스크라면 중국의 성장둔화 혹은 수출경쟁력 강화 측면 등에서 생각해 볼 수 있다. 중국의 지방정부가 주도하던 부동산투자 위축으로 인한 경기가 하강할 우려이다. 부동산 경기의 하락으로 지가가 하락하면 지방정부의 토지 양도수입이 감소할 것이다. 또 지방재정 부실화 우려에 따라 지방 투자공사에 대해 지속적으로 대출규제가 강화될 것이므로 지방의 개발투자재원은 더 축소될 전망이다. 최근 투자에서 지방정부 비중, 도시개발 비중이 컸던 점을 감안하면 지방과 도시정부의 투자 위축이 전반적인 경기둔화로 이어질 가능성이 있다. 중국의 성장둔화 시 우리의 대중국 수출이 동반 하강할 우려가 있다.

한편, 급격한 경기둔화를 바라지 않는 중앙정부로서는 이 경우 과거 수출드라이브 정책을 재개할 가능성도 높다.[23] 수출에 의존하던 중국이 금융위기 직후 선택한 것은 내수투자 위주의 경기회복이었다. 그 결과, 2009년에는 수출 GDP 기여도가 마이너스(−)로 반전되고 투자의 기여도가 90%를 넘어섰던 것으로 분석된다. 추진해 오던 내수전환의 추진을 약화시키고, 위안화 저평가를 유지할 경우에는 우리의 대세계 수출점유율을 잠식할 수 있다는 우려가 있다.

---

23 박동준(2010)은 이러한 점도 중국이 위안화 절상에 보수적이 되는 이유 중 하나라고 한다.

참고문헌

강승호,「중국 재정, 금융개혁과 향후 전망」, 김익수 외,『현대중국의 이해』, 나남출판, 2005, pp.429~467.

김수한,「중국 도시 토지제도 개혁과 지방정부 행위분석: 토지사용권 양도시장을 중심으로」,『한중사회과학연구』, 제6권 제2호, 2008, pp.32~53.

박동준,「중국의 지방정부 부채문제」,『해외경제정보』, 2010-26, 한국은행, 2010.

이기현,「중국 개혁기 토지수입 분배 갈등과 중앙-지방 관계의 동학」,『국제지역연구』, 제13권 제2호, 2009, pp.239~260.

최필수,「중국 지방정부의 자금조달 실태와 중국 재정상황 평가」, KIEP 지역경제 포커스, 제11-21호, 2011.

小野寺淳,「中國における土地制度改革と都市形成」,『アジア経濟』, 1997年 6月号.

高聖平・劉守英,「集体建設用地進入市場: 現實与法律困境」,『管理社會』, 第3期, 2007.

孔志峰・高小萍,「房地産開發中地方政府的動機,收益與風險」,『財政與發展』, 第4期, 2007.

郭書田,「要保護農民的財産權」, 田永勝 編,『中國之重』, 光明日報出版社, 2005.

李朗超,『非均衡的房地産市場』, 經濟管理出版社, 2005.

萬冬,「地方政府行爲與房地産發展-基于上海市的實證研究」,『中南大學學報(社會科學版)』, Vol. 16, No. 1, 2010.

樊文興・任超群,『長三角地區重点城市房地産市場比較研究』, 經濟科學出版社, 2009.

叶劍平・謝經榮 主編,『房地産産業与社會經濟協調發展研究』, 中國人民大學出版社, 2005.

叶艷妹・吳次芳,「地産市場成長的地方政府阻力及其對策」,『房地經濟』, 第4期, 2006.

蔣省三・劉守英・李靑,「土地制度改革与國民経濟成長」,『管理世界』, 第9期, 2007.

黃小虎 主編,『新時期中國土地管理研究(上, 下)』, 当代中國出版社, 2006.

黃祖斌,「地方政府將喝下自釀的樓市苦酒」, 2009-01-06.
http://www.chinavalue.net/Article/Archive/2009/1/6/153269.html

「物業稅起步」,『財経』, 第99期, 2004年 1月 5日.

「土地解密」, 『財経』, 第153期, 2006年 2月 20日.

「重分 "土地出讓金"」, 『財経』, 第155期, 2006年 3月 20日.

「兩難任務」, 『財経』, 第179期, 2007年 2月 19日.

中華人民共和國國家統計局 編, 『中國統計年鑑』, 中國統計出版社, 各年版.

Renaud, Bertrand, "Permanence and Change, East Asian Housing Polices after Fifty Years," International Housing Conference in Hong Kong 2~4 February 2004, "Housing in the 21st Century: Challenges and Commitments," 2004.

Wang, De, Li Zhang, Zhao Zhang, and Simon Xiaobin Zhao, "Urban Infrastructure Financing in Reform-era China," *Urban Studies*, 2011, pp.1~24.

Herrmann-Pillath, C. and X. Feng, "Competitive Governments, Fiscal Arrangements, and the Provision of Local Public Infrastructure in China: A Theory-Driven Study of Gujiao Municipality," *China Information*, Vol. 18, No. 3, 2004, pp.373~428.

Luo, J. and S. Wang (eds.), *Public Finance in China: Reform and Growth for a Harmonious Society*, Washington, DC: The World Bank, 2008.

Naughton, Barry, *Chinese Economy: Transitions and Growth*, MIT Press, Cambridge, 2007.

Oi, Jean, "Fiscal Reform and the Economic Foundations of Local State Corporatism in China," *World Politics*, Vol. 45, 1992, pp.118~122.

Hellmann, Thomas, Kevin Murdock, and Joseph Stiglitz, "Financial Restraint: toward a New Paradaigm," Aoki, Masahiko, Hyung-Ki Kim, and Masahiro Okuno-Fujiwara (eds.), *The Role of Government in East Asian Economic Development: Comparative Institutional Analysis*, Clarendon Press, Oxford, 1997, pp.163~207.

Wu, F. and L. J. C. Ma, "The Chinese City in Transition: towards Theorizing China's Urban Restructuring," in: L. J. C. Ma and F. Wu (eds.), *Restructuring the Chinese City: Changing Society, Economy and Space*, Abingdon: Routledge, 2005, pp.260~279.

Zhao, S. X. B. and L. Zhang, "Decentralization Reforms and Regionalism in China: A Review," *International Regional Science Review*, Vol. 22, No. 3, 1999, pp.251~281.

【부 록】 Box 1. 중국의 지방 및 도시 체계

현재 중국의 지방행정체계는 23개 省, 5개 自治區, 4개 直轄市의 省급단위(province level)와 50개 地區단위(prefecture level), 1,636개의 縣급단위(county level, 우리나라의 군에 해당함), 말단의 향진(鄕鎭)(town- village level) 4급으로 이뤄진다. 도시의 경우는 지구급 도시보다 자율성을 지닌 부성급 도시가 존재하여 직할시(directly controlled municipalities), 부성급(subprovincial), 지구급, 현급의 네 종류의 도시가 있다. 베이징, 상하이, 톈진, 충칭과 같은 직할시들은 성과 동급으로 성의 통제를 받지 않고, 직접적으로 중앙과 관계하며, 부성급 이하 지방도시는 상위급의 통제를 받고 권한이 제한적이다. 예를 들면 부성급 시나 지구급 시는 주변에 다수의 위성도시로 현급 시를 거느리기도 한다.

행정 계층	도시		도시인구		
	수	비중	만명	비중(%)	진 포함 시 비중(%)
직할시	4	0.6	3,307.6	10.09	5.4
부성급	15	2.3	5,007.8	15.28	8.2
지구급	268	40.9	14,250.7	43.48	23.4
현급	368	56.2	10,211.8	31.15	16.8
공식 도시 총계	655	100.0	32,778.0	100.00	54.0
*진(town)	19,234		27,922.0	–	46.0

표에서 보듯이 공식적으로 도시라 불리는 현급 도시 이상의 655개 도시에 거주하는 인구는 2008년 3억 2,778만명이다. 중국의 도시화 및 도시인구 기준의 도시체계는 현급 시(市) 이상의 도시 외에 농촌의 진(鎭) 인구를 포함한다. 농촌은 향(鄕)과 진으로 구분되는데 19,234개의 진이 존재하며 2억 7,922만명이 거주하여, 2008년 중국의 도시 총인구는 6억 700만명이다. 도시 인구는 주로 소도시에 분산되어 있다. 현급 시에 16.8%, 진에 46.0%로 62.8%가 소규모 도시에 거주하고 있고, 중규모 이상인 지구급 도시 이상에 37.2%가 거주한다.

중국 도시들 중에서 인구 500만명 이상의 도시들은 모두 14개이며, 이들은 대부분 부성급 이상의 도시들이며, 경제적 영향력이 큰 편으로 2007년 중국 GDP의 33%를 차지하고 있지만, 전반적인 도시화는 분산화된 소도시 중심 도시화 체계를 추진해 왔다고 할 수 있다.

【부 록】 Box 2. 중앙과 지방의 재정관계

개혁시기 이전 중앙과 지방의 재정관계는 중앙집권적 재정시스템으로 통수통지(統收通支: 중앙정부가 지방정부 혹은 기업의 수입과 지출을 계획에 따라 통일적으로 실행하는 예산원칙)의 재정관리 원칙이었으나, 시장지향적 개혁과 함께 분권화된 재정시스템으로 전환되었다. 이러한 전환은 지방 및 도시 정부를 중앙정부에 대해 재정적으로 독립적이고, 기업가적(entrepreneurial)으로 만들었다(Herrmann-Pillath and Feng[2004]; Wu and Ma[2005]).

개혁 이후 국가와 기업, 국가와 지방정부 간 분권원칙으로 전환하면서 기업청부제, 지방재정청부제가 시행되면서 기업의 납세 후 '이윤'과 '감가상각'이 유보되고, 지방정부도 세수유보가 커지게 되어 재정청부제도 마지막 연도인 1993년에는 국가수입의 중앙과 지방 비율이 22:78일 정도로 지방 점유율이 높아졌다. 이 밖에 지방정부의 예산 외 자금(off-budget: 국가 행정사업단위 및 국영기업, 지방정부 등이 국가예산을 거치지 않고 예산 외로 국가규정의 범위 내에서 독자적으로 조달해 사용하는 자금을 의미)도 1992년에는 국가예산 수입규모를 넘어설 정도로 커졌다. 예산 외 자금도 원칙적으로는 규정에 근거하여 조달·운용되어야 하지만 당시는 규정 외의 복리후생, 급여, 보너스 및 유흥 등에 지출되거나 계획 이외의 투자에 사용되었다. 이처럼 재정수입의 지방분권화가 커지자 중앙재정의 약화, 투자과잉, 지역 간 산업구조의 중복성, 재정의 거시경제 조정능력 저하 등의 많은 문제를 초래하는 주요 원인으로 지적되었다.

1994년 분세제 시스템(tax-sharing system)의 도입은 중앙과 지방의 관계 및 도시인프라재정(urban infrastructure financing)에 있어 커다란 전환을 만들었다. 분세제의 원래 구상은 중앙정부의 거시경제적 통제능력을 강화하기 위해, 중앙-지방 사이의 재정관계를 규칙화하는 것이었다(Zhao and Zhang[1999]; Luo and Wang[2008]). 분세제 시행으로 국가재정수입의 중앙과 지방 비율이 56:44로 역전되었다.

반면에 재정지출의 실제 운용에 있어서는 중앙 대 지방의 배분비율이 30:70으로 되었기 때문에 지방정부의 재정기반은 심히 약화되어 있고, 대부분의 지방정부가 재정 부족을 겪고 있다. 동시에 지방정부는 막대한 인프라시설 건설, 공공시설 등에 대한 투자를 담당하게 되어 있어, 본문에서 보는 것처럼 도시개발자금에 있어 지방정부는 국유지 토지사용권 양도수입과 산하 투자공사를 통한 은행으로부터의 융자대출을 중요한 자금원으로 사용하게 된다.

제 9 장

위안화 절상과 국제화의 중국경제에 대한 영향과 시사점

남 수 중 (공주대학교)
오 대 원 (한남대학교)

제1절 서 론

최근 위안화와 관련해 관심을 끌고 있는 주제는 실질가치 상승의 파급효과와 국제화 가능성으로 요약될 수 있다. 본 장은 위안화의 가치 상승이 중국 국내경제에 미치는 영향과 국제화 가능성을 실증적으로 분석하는 동시에 중국정부의 정책방향을 비판적으로 평가하고 전망하는 것을 목적으로 기술되었다. 또한 한국경제에 미치는 영향을 추정하고 대응방안 등 시사점도 논의한다.

위안화 실질가치 상승의 파급효과와 관련하여 본문에서는 선행연구를 검토한 다음 세 가지 주제를 중심으로 실증분석을 시도한다.

첫째, 중국정부는 세계경제 회복이 아직 불확실한 상황에서 위안화 가치의 급격한 상승을 원하지 않는 것으로 보인다. 위안화의 가치가 상승하면 외국재에 비해 국내재의 상대가격이 상승하여 수출이 감소하고 수입이 증가되는 지출전환효과(expenditure switching effect)가 발생할 수 있다는 것이다. 본문에서는 위안화의 실질가치 변동이 수출 및 무역수지에 미치는 영향을 실증적으로 분석하는 동시에 위안화 가치 상승이 경기를 위축시킬 것인

가 또는 확장시킬 것인가에 대해 논의한다. 위안화의 실질가치 상승이 경기에 미치는 영향은 지출전환효과의 문제와도 밀접한 관련이 있기 때문에 함께 분석을 시도한다. 중국정부는 위안화 가치의 절상보다는 자본통제의 완화, 이자율 인상 및 지불준비금률의 조정과 같은 정책을 통한 문제 해결을 선호한다. 따라서 본문에서는 선행연구가 명확하게 결론 내지 못한 위안화 가치 상승이 경기 확장적인가 또는 위축적인가의 문제를 실증적으로 분석하는 동시에 중국정부의 정책방향을 비판적으로 검토한다.[1]

둘째, 위안화 실질가치의 변동이 금융시장에 미치는 영향을 분석한다. 중국은 환율제도 유연화와 금융시장 개방 및 개혁을 추진하였으나 여전히 환율 결정이 시장보다는 정부의 영향력 아래에 있고 환율변동을 헤징할 수 있는 외환시장이 선진국 수준만큼 발달하지 않았다는 평가를 받는다. 선물환시장 등에 참여할 수 있는 금융기관들도 제한적이다. 그러나 최근 중국도 NDF(Non-Deliverable Forward) 시장 수요가 증가하였으며, 결과적으로 선물환시장의 환율이 현물환시장의 환율을 전망하는 유용한 정보로 활용되기도 한다. 또한 2008년 글로벌 금융위기 이후에는 미국과 중국의 금리 차이가 더욱 확대되었고, 금융시장에 대한 국내외 금리 차이의 영향도 커지고 있다. 본문에서는 널리 알려진 금리평가설로부터 도출된 현물환 환율, 미국과 중국의 금리차, NDF 환율, 상하이 주식시장지수 등 변수들의 관계를 추정하고 VAR(VECM) 모형을 통해 실증적으로 분석한다. 이는 아직 제한적으로 개방된 중국 금융시장에서 환율과 다른 변수들의 관계를 이해하는 데 유용한 자료를 제공할 것으로 보인다.

셋째, 위안화의 실질가치 변화가 중국 산업에 미치는 영향을 실증적으로 분석하여 추가적인 실질가치 상승으로 인해 초래될 산업구조 변화에 주목한다. 중국경제는 국내외 경제환경의 급격한 변화에 직면했을 뿐 아니라 산업고도화, 규제 완화 등의 산업구조조정에도 직면하고 있다. 중국경제의 대외

---

1 미국 등 선진국은 중국이 위안화 가치를 절상하도록 압박하고 있으나, 중국정부는 외부의 압력에 의해 위안화를 절상하기보다는 중국 내부의 정책적 의미를 더욱 중시하는 경향이 있다. 결국 중국정부는 위안화 환율을 국내 거시경제환경의 변화에 따라 결정되는 종속변수로 인식하고 있는 것이다.

무역 의존도가 상승하면서 대외무역이 산업구조에 미치는 영향도 커졌다. 특히 위안화의 실질가치 변동은 국내기업뿐 아니라 외자기업의 경영활동에도 영향을 미치는 중요한 요인이며, 동시에 산업 간 자원배분, 산업구조조정에도 영향을 미친다. 따라서 위안화 실질가치의 변동이 중국 산업구조에 미치는 영향을 분석하는 것은 매우 중요하다. 중국은 환율변동에 따라 산업별 노동력시장의 변동이 불가피하다. 본문에서는 환율의 실질가치 변동이 1차, 2차, 3차 산업별 생산 비중과 노동력 구조에 미치는 영향을 실증적으로 분석하여 선행연구와 차별화를 시도한다.[2]

그리고 본문에서는 위안화 국제화 가능성을 검토하여 한국의 대응 방안을 제시한다. 중국경제의 성장과 아시아 역내 경제권에서의 영향력 확대에 따라 위안화의 국제적 영향력도 증가하였다. 이에 따라 위안화가 국제통화로서 어느 정도의 잠재력을 가지고 있는지에 대한 관심이 고조되는 추세이다. 중국은 글로벌 금융위기를 전후하여 G2로 부상하는 등 국제 정치·경제적 위상이 크게 높아졌다. 그러나 이러한 중국경제의 성장에 비하여 국제통화체계에서 위안화의 위상은 높지 않다는 평가이다. 국제금융시장에서 은행 간에 거래되는 통화 중 위안화는 0.2%에 불과하다. 이는 달러화 비중이 42.5%에 달하는 것에 비해서 극히 미미한 수준이다(BIS 일일외환거래비중 2010년 4월).

이에 따라 중국은 국제통화체계에서도 자국의 경제적 위상에 걸맞도록 위안화의 위상을 제고하고, 자국의 이익을 극대화하는 방향으로 위안화 국제화를 위한 움직임을 가속화하고 있다. 본문의 내용은 위안화 국제화가 한국경제에 미치는 영향을 추정할 필요성이 더욱 증대되었음을 고려하였다.

본 장은 다음과 같이 구성되었다. 제2절에서는 위안화 환율 추이를 전망하여 참고가 될 수 있도록 하였으며, 위안화 절상이 미치는 영향을 실증적으로 분석한다. 분석 내용은 위안화 실질가치 변화가 수출 및 경상수지에

---

2 그동안 대부분의 연구는 환율의 실질가치 변동이 국내 고용에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 계량모형 분석을 통해 실질실효환율 변동이 교역부문의 고용에 영향을 미치며, 대체적으로 위안화 평가절상은 고용을 증대시킨다는 것이다. 그러나 최근까지의 연구에 따르면, 비교역부문의 고용을 증대시키는 것은 불분명한 것으로 나타났다.

미치는 영향에 대한 총지출전환효과, VAR 혹은 VECM 모델을 활용하여 위안화 가치 상승이 경기 확장적인가 또는 위축적인가의 여부, 금융시장에 대한 효과, 산업구조 및 고용에 미치는 영향 등을 포함하고 있다.

제3절에서는 위안화 국제화 가능성과 의미를 분석하였다. 최근 위안화 국제화의 진전 현황, 국제화 추진과정, 무역결제 확대 및 채권시장 개방 현황을 서술한다. 또한 준비통화모형과 투자통화모형을 활용하여 위안화의 국제화 가능성을 검증한다.

제4절에서 결론과 시사점을 서술하였다. 특히 위안화의 가치 상승과 국제화에 대한 중국정부의 입장을 비판적으로 검토하고, 한국경제에 미치는 영향을 추정하여 시사점을 제시한다.

제2절 위안화 절상의 중국경제에 대한 영향 분석

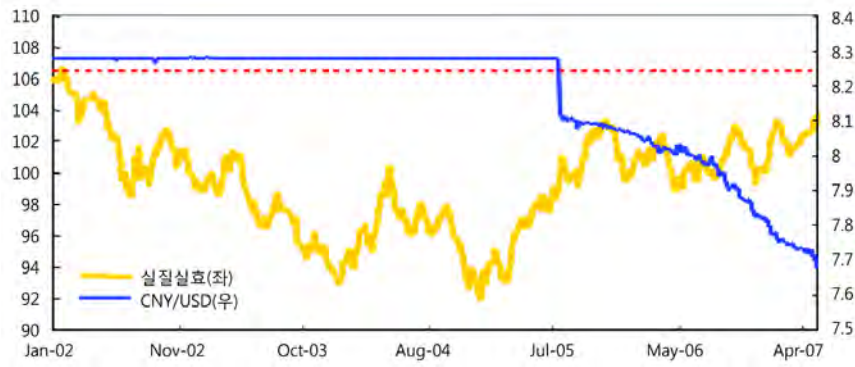
1. 위안화 환율 추이와 저평가 정도

가. 위안화 환율 추이와 의미

중국의 위안화 환율은 2005년 7월 복수통화바스켓제도를 도입하고 8.11위안으로 절상된 이후 완만한 하락세를 시현하고 있다. 특히 2007년 5월 일일 변동폭 확대조치(±0.3% → ±0.5%)를 실시한 후 절상 추세가 가속화되고 있다(그림 9-1 참조).

중국은 2005년 7월 환율제도를 사실상의 고정환율제도에서 복수통화바스켓을 응용한 관리변동환율제도로 개혁하였다. 2008년 글로벌 금융위기가 발생하기 이전까지 약 3년간 위안화는 대략 21% 정도의 절상 추이를 보였다. 그러나 글로벌 금융위기로 인해 미국 등 국제경제가 침체기에 진입하고 중국의 수출이 위축되는 등 경제성장률이 둔화되면서 위안화 환율제도는 변동이 거의 없는 사실상의 고정환율제도로 복귀하였다. 이후 중국경제가 세계 다른 국가들의 경제보다 비교적 빠르게 회복되기 시작하면서 국제사회는 위안화

[그림 9-1] 환율제도 개혁 이후의 위안화 환율 추이



자료: 중국 외환관리국, BIS.

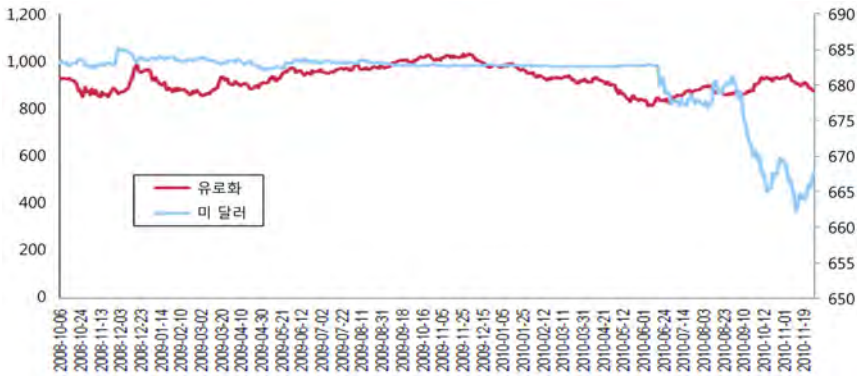
가치 절상을 다시 요구하였다.

위안화 환율이 제도 개혁 이후 3년여 동안 약 21% 정도 절상되었으나, 글로벌 금융위기의 영향이 컸던 시기인 2008년 7월부터 2010년 6월까지는 사실상의 고정환율제도로 복귀한 것이나 마찬가지였다. 중국정부는 세계경제가 회복되는 조짐을 보이고 중국의 수출이 다시 증가하면서 환율 절상을 용인하기 시작하였다. 그러나 2010년 6월 이후의 절상률이 미흡한 수준이라고 판단한 미국 등 선진국의 절상 압력이 강화되고 있다. 2010년 6월 19일 중국의 위안화 유연성 확대조치 이후 최근까지 환율 절상률은 2%대에 머물고 있다(그림 9-2 참조).[3]

중국 위안화의 실질실효환율 추이는 상승하는 방향성을 나타내고 있다(그림 9-3 참조). 2005년부터 글로벌 금융위기 이후까지도 급격한 상승세를 유지한 것으로 평가된다. 2009년에는 일시적인 하락세로 전환되었으나, 미국, EU의 불균형 조정압력 등이 작용하여 상승세로 반전되었다. 2010년 6월 이후에는 환율 절상폭이 커지면서 조정이 예상되고 있다. 현재 중국의 경상수지 흑자규모, 교역조건 등을 고려할 경우, 지속적인 상승기조에는 큰 변화가 없을 것으로 보인다.

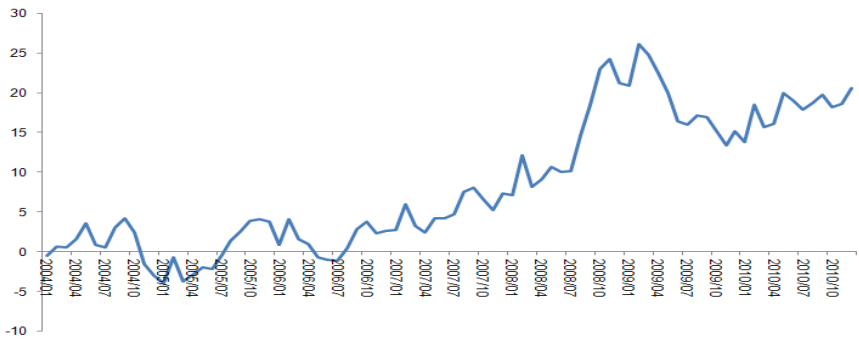
3 참고로 위안화의 대미 달러 환율 절상률보다 대유로화 환율의 절상률이 크지 않은 것으로 나타났다.

[그림 9-2] 최근 2년간 대미 달러 및 대유로화 환율 추이



자료: 중국 외환관리국.

[그림 9-3] 중국 위안화의 실질실효환율 추이



주: 2004년 1월부터 2010년 12월까지 월별 데이터이며, '2005년=100'을 기준으로 차분한 값임.
자료: BIS.

나. 위안화 환율의 저평가 정도 및 전망

일국 통화의 대외 균형가치를 결정하는 방법은 다양하다. Coline and Williamson(2008)은 선행연구 분석을 통해 2000년 이후 위안화 환율의 저평가에 대한 의견을 제시하였다. 일반적으로 균형환율을 추정하는 이론은 크게 세 가지로 구분할 수 있는데, 구매력평가설(PPP), 행태적 균형환율(BEER), 기조적 균형환율(FEER) 등이다. 선행연구를 종합한 결과에 따르면, 대부분

의 연구자들이 위안화 환율이 저평가되었다고 분석하였다. 실질실효환율로 추정된 위안화는 약 19% 이상 절상되어야 한다는 연구도 있다(14개의 추정치는 표 9-1 참조). 16개의 추정치에 따르면, 달러 대비 위안화의 환율이 약 40% 정도 절상되어야 한다는 것이다. 저평가 정도는 시간이 지남에 따라 더욱 심화되는 경향이 나타난다. 2000~04년 동안 17% 정도의 절상이 필요하다는 연구 결과는 2005~07년에 다시 26%의 절상이 필요하다고 바뀌었다.

그러나 이러한 연구 결과는 Dunaway *et al.*(2006)이 지적한 것처럼 해석에 주의가 요구된다. 중국경제는 현저한 구조적 변화를 겪고 있고 중국 경제데이터의 신뢰성이 낮기 때문이다. 또한 중국과 같은 개발도상국의 균형환율을 결정하는 데 사용되는 계량경제방법에 많은 문제점이 존재한다.[4] 다만, 참고로 〈표 9-1〉을 통해 적정 환율을 추정해 볼 수는 있다.

최근에는 균형환율을 추정하는 방법으로 맥도널드 햄버거 가격을 활용하는 경우도 있다. 구매력 평가설(PPP)이 가정하는 '一物一價'를 기초로 하여 세계 각국의 맥도널드 빅맥 햄버거 가격이 동일하다는 전제조건이 제시되었다. 절대적으로 신뢰할 수 있는 것은 아니지만 참고할 만한 자료인 *Economist*지의 빅맥지수에 따르면, PPP 적용 대미 달러 위안화 환율이 3.54위안(2010년 7월 21일)으로 실제 환율 6.78위안보다 약 48%가 절상될 수 있다고 주장하였다(그림 9-4 참조).

역외 차액결제선물환(NDF) 시장의 환율 추이도 위안화 환율 추이를 전망하기 위해 자주 인용되는 지표이다. 현재 역외 선물환시장에서 1년 만기 위안화 선물환율은 6.5위안 전후에서 소폭 하락하고 있는 추세이다. 향후 위안화 환율이 점진적으로 하락할 것으로 예상하는 시장의 시각을 반영한 것이다(그림 9-5 참조).

주요 투자은행들의 위안화 환율 전망을 종합해 보면, 위안화 환율이 점진적으로 절상될 것으로 예상된다. 〈표 9-2〉는 투자은행들의 위안화 환율 전망을 종합한 내용이다. 위안화 환율은 전망치 평균값을 통해 1년 후에 약 6.28위안까지 하락할 것으로 추정하였다.

---

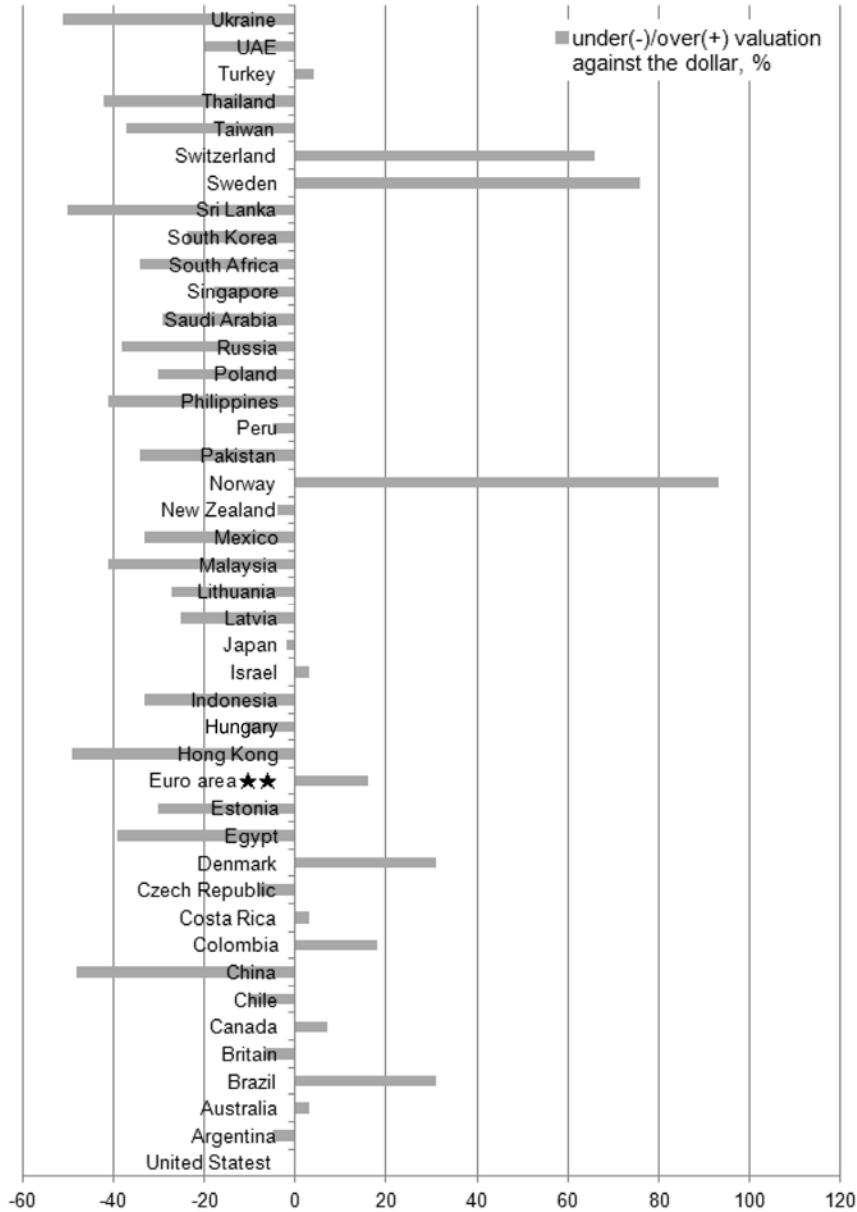
4 모형 표기나 설명변수의 정의를 약간 변형하거나 추정기간을 조금만 달리해도 저평가 정도의 추정치가 현저하게 변화되는 경향이 있다.

〈표 9-1〉 중국 위안화 저평가 정도를 추정한 연구 결과 종합

연구 현황	연도	실질실효환율 변동폭	달러 대비 환율 변동폭	접근법
Anderson(2006)	2006	–	18 to 25	FEER
Benassy-Quere *et al.*(2004)	2001	16	41 to 44	BEER
Benassy-Quere *et al.*(2006)	2004	31 to 45	30 to 59	BEER
Big Mac	2007	–	138	PPP-S
Bosworth(2004)	2004	–	67	PPP-E
Cheng, Chinn, and Fujii(2007)	2007	–	100	PPP-E
Cline(2005)	2005	21	45	FEER
Cline(2007)	2007	11 to 18	34 to 39	FEER
Coudert and Couharde(2005)	2003		41 to 50	PPP-E
	2002		18	BEER
	2002~03	23 to 30	44 to 54	FEER
Frankel(2006)	2000		56	FEER
Funke and Rahn(2005)	2002	3 to 6	12 to 14	BEER
Goldstein(2004)	2004	15 to 30	–	FEER
Goldstein and Lardy(2006)	2004	20 to 35	–	FEER
Goldstein Lardy(chapter 1)	2007	30 to 55	–	FEER
Jeong and Mazier(2003)	2000	29	67	FEER
MacDonald and Dias(2007)	2007	8 to 42	–	BEER
Stolper and Fuentes(2007)	2007[a]	–	7	BEER
	2007[b]		15	FEER
Wang(2004)	2003	5	–	BEER
		0 to 5		FEER
		0 to-5		FEER
Wren-Lewis(2004)	2003	–	19 to 22	FEER
평균값	All	19	40[c]	
평균값 A	2000~04	17	42[c]	
평균값 B	2005~07	26	38[c]	

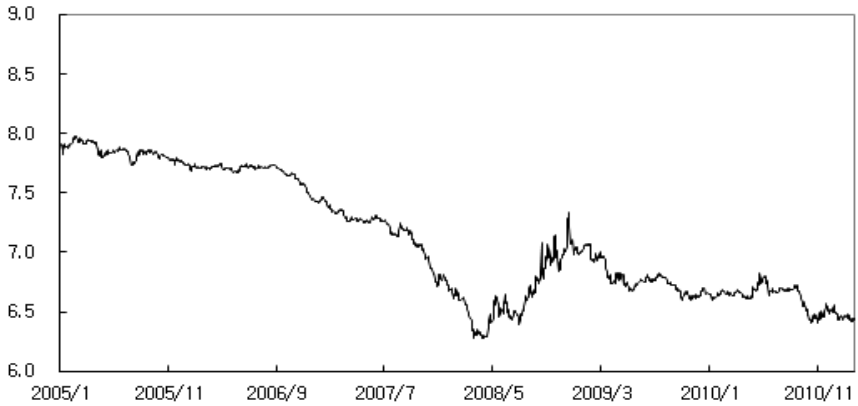
주: BEER = 행태적 균형환율, FEER = 기조적 균형환율.
PPP = 구매력 평가, REER = 실질실효환율.
-S = 단순, -E = 확장.
a. 골드만삭스 동적평형환율(GSDEER) 모델, b. 변동모델, c. 빅맥 제외.
자료: Coline and Williamson(2008); IIE.

[그림 9-4] 세계 각국의 빅맥지수로 추정된 환율 저평가 및 고평가 정도(2010년 7월)



자료: *The Economist*.

[그림 9-5] 위안화 1년 만기 선물환 환율 추이



자료: Bloomberg.

〈표 9-2〉 주요 투자은행의 위안화 환율 전망

	전망일	3개월	6개월	9개월	12개월
Barclays Capital	1월 31일	6.52	6.41	6.34	–
Credit Suisse	1월 27일	6.55	–	–	6.25
JP Morgan	1월 28일	6.50	6.40	6.35	6.30
BNPparibas	1월 27일	6.58	6.52	6.49	6.45
UBS	1월 31일	6.50	–	–	6.20
Goldman Sachs	1월 27일	6.51	6.42	–	6.23
Morgan Stanley	1월 27일	6.50	6.40	6.30	6.20
Citi	1월 28일	6.50	6.37	6.30	6.25
Deutsche Bank	1월 27일	6.53	6.44	–	6.30
Bank of America	1월 28일	6.55	6.50	6.45	6.40
HSBC	1월 6일	6.62	6.57	6.46	6.35
Standard Chartered	1월 31일	6.49	6.37	6.28	6.20
Nomura	1월 20일	6.50	6.40	6.30	6.22
RBS Marketplace	1월 13일	6.50	6.45	6.35	6.25
평 균		6.53	6.44	6.36	6.28
최 고		6.62	6.57	6.49	6.45
최 저		6.49	6.37	6.28	6.20

자료: 국제금융센터.

2. 실증분석

가. 총지출전환효과(expenditure-switching effect)

일반적으로 일국의 환율변동은 총지출전환효과(expenditure-switching effect)를 통해 수출과 무역수지에 영향을 미칠 수 있다. 위안화와 같이 통화가치가 상승할 경우, 국내 생산제품의 가격이 외국산 제품보다 비싸지고 재화와 용역의 수출을 억제한다. 동시에 외국산 제품의 소비와 수입이 증가할 것이다.[5]

따라서 통화가치 상승이 무역수지 흑자를 축소시킬 만큼 총지출전환효과가 나타나기 위해서는 다음과 같은 조건이 충족되어야 한다. 첫째, 환율 변화가 일국의 수출가격과 무역 상대국의 수입가격으로 충분히 전가되어야 한다는 것이고, 둘째, Marshall-Lerner 조건을 충족시켜야 한다는 것이다.[6]

총지출전환효과를 추정하는 방법에는 첫째는 환율전가 규모, 무역상품의 가격탄력도 등 개별 조건을 추정하는 것이고, 둘째는 통계자료를 활용한 계량모형을 통해 수출과 무역수지에 미치는 환율변동의 영향을 직접 실증분석하는 것이다.[7]

---

5 지출전환효과를 이용하여 글로벌 불균형을 해소하는 방안을 연구(Wei Dong[2010])하는 한편, 구조적 sticky-price 모델에 생산자 가격(Producer Currency Price)과 국내 가격(Local Currency Price)을 결합한 분석방법을 제안하여 환율변동성의 지출전환효과를 측정하고 적정 환율제도 선택기준을 제시한다. 동 모형에 따르면 지출전환효과는 가격 경직성 정도, 기업의 가격 선택(PCP vs. LCP), 이윤 배분, 국내외 제품의 대체 탄력도 등에 의해 결정된다(Wei dong[2007]).

6 Marshall-Lerner 조건은 환율 절하가 무역수지를 개선하도록 하기 위해서는 외국과 환율 절하국의 수입수요 탄력성의 합이 1보다 커야 된다는 것을 의미한다.

7 그러나 중국의 경우 무역상품의 가격에 관한 데이터가 미흡하여 직접 환율의 가격전가 규모를 추정하기 어려울 수 있다. 다만, 산업별로 가격전가 규모를 부분적으로 추정하거나 가공무역센터로서의 중국 역할을 분석하는 등의 방법을 통해 추정하는 경우가 있다. 이 경우 중국의 가공무역 비중은 환율에 대한 수출가격의 민감도를 감소시킬 것이다. 중국은 전체 가공무역 비중이 50%를 상회하고 있다. 즉, 완제품 수출국으로부터 부품 및 소재 등을 수입·가공하여 다시 수출하는 구조이다. 이런 구조는 위안화 평가절상이 생산원가 절감효과로 나타나서 수출제품의 가격상승을 억제할 것이다. 그리고 중국은 WTO 가입 등 무역 자유화를 통해 환율변동의 가격전가 규모가 축소되었다. 따라서 위안화의 실효환율이 수출지역의 중국제품 수입가격으로 완전히 전가되지는 않았던 것으로 추정된다.

일부 학자들은 소비 왜곡을 피하기 위한 실질환율의 변동성 완화와 무역수지 조절을 위한 명목환율의 유연성 확보 사이에는 트레이드오프(trade-off) 관계가 성립한다는 관점을 강조한다. 적정 명목환율의 유연성은 이런 상충관계를 반영한다고 할 수 있다. 충격에 대한 환율의 변동요인은 가격 경직성, 국내 제품과 외국 제품의 대체 탄력성, 생산의 국내 비중 등의 영향을 받는다. 통계적으로도 적정한 환율 유연성보다 무역 규모와 구조가 더욱 중요한 것으로 나타났다. 다만, 가격 경직성과 적정한 환율 유연성의 관계는 단선적인 것은 아니라고 주장한다(Devereux *et al.*[2006]).

그리고 위안화의 실질가치 변동이 수출 등 무역, GDP 등의 산출량에 미치는 영향을 분석한 홍콩금융관리국의 연구에 따르면(Shu and Yip[2006]), 위안화 환율은 중국의 거시경제를 통제하는 유용한 수단이라는 지적이다. 이들의 실증분석 결과는 위안화 가치 상승이 지출전환효과를 통해 수출을 감소시키고, 다른 효과를 억제하여 경기위축을 초래하고 있음을 밝혔다. 또한 세계경제 성장과 중국 제품의 시장점유율 확대가 중국 수출 증대와 무역수지 흑자의 중요한 요인이며, 가장 중요한 변수 중의 하나가 위안화 환율 변동임을 강조하였다.

문제는 중국에서는 통계 미비로 인해 환율의 가격이전 규모를 추정하기 쉽지 않고, 다만 환율의 가격이전을 약화시키는 변수들에 대한 설명은 일부만 가능하다는 것이다. 수출제품의 가격 탄력성의 유의성과 크기에 대해 합의하지는 못했으나 환율을 교역의 중요 변수로 간주하는 다수의 분석은 중국의 가격 탄력성이 무역자유화가 진전되면서 점차 변화되었다고 주장한다.

따라서 본 절에서는 이런 문제들을 보완하여 총지출전환효과를 추정하기 위해서 환율이 수출에 영향을 미치는 변수를 활용하여 모형을 설정한다. 이런 모형은 무역에 대한 환율 변화의 효과는 환율의 가격이전, 가격 변화에 따른 무역의 변동 등을 포함하는 축약형 방정식(reduced-form method)을 선택하였다. 추정 시기는 2004년 1월부터 2008년 12월까지이며 월별 데이터를 활용한다.

축약형 방정식을 사용한 접근법은 중국의 경우처럼 비교적 데이터 자료의 시계열기간이 짧은 국가의 환율 변화가 미치는 영향을 추정하기 적합하다

〈표 9-3〉 중국 수출의 요인 분석

Long-run Relationships		Short-run Dynamics	
c	−4.688658 *** (−24.2443)	c	65.91999 *** (19.78396)
ln(l3im)	1.24628 *** (49.10788)	D5xt−1	0.000101 *** (1.392425)
reer	−0.001831 *** (−2.844031)	D5ln(l3im)t−1	1.156048 (15.54329)
mkt_share	14.78238 *** (41.71972)	D5reert−1	−0.002393 *** (−3.251911)
		D5mkt_sharet−1	13.98113 *** (18.5416)
Adjusted R^2	0.99623		
Included observations	60		
F-statistic	5198.057		
Prob(F-statistic)	0		

주: *** 1% 유의 수준을 의미함.
자료: 필자 계산.

(Shu and Yip[2006], p.4). 특히 축약형 방정식 접근법(reduced-form approach)은 시계열 분석과 횡단면 분석 모두에서 유용성이 인정되었다. 수출에 대한 축약형 방정식은 아래와 같다.

$$\begin{aligned}\triangle_5\chi_t = \beta_0 + \beta_1{}^*(\chi_{t-5} + \alpha_1{}^* l3im_{t-5} + \alpha_2{}^* reer_{t-5} \\ + \alpha_3{}^* mkt_share_{t-5}) + \beta_2{}^* \triangle_5\chi_{t-1} + \beta_3{}^* \triangle_5 l3im_t \\ + \beta_4{}^* \triangle_5 reer_t + \beta_5{}^* \triangle_5 mkt_share_t\end{aligned} \quad (1)$$

식 (1)에서 χt_t는 중국 수출의 로그값, $l3im_t$는 미국, 일본, 유로 지역의 총수입액의 로그값, $reer_t$는 위안화 실질실효환율(BIS 참고, 2005년 기준 100)의 로그값, mkt_share_t는 세계 수출총액에서 중국 수출이 차지하는 비율을 각각 의미한다. 그리고 $\triangle_5$는 5개월 차분을 의미한다.

〈표 9-3〉은 축약형 방정식의 회귀분석 결과를 종합한 것이다. 실질실효환율 회귀계수 추정치는 실질실효환율이 1% 절상되더라도 수출은 0.0018%

정도로 미세하게 감소할 것임을 의미한다. 다만, 단기적인 영향이 장기적인 충격보다 소폭이지만 큰 것으로 나타났다. 이런 결과는 중국에서 총지출전환효과가 있더라도 큰 의미를 부여하기 어렵다는 것을 나타낸다. 이런 분석 내용은 과거 연구에서 제시되었던 실질실효환율의 효과를 과대 평가한 부분과 비교될 수도 있는 결과이다. 또한 가공무역 중심지인 중국에서는 환율 변화에 따라 수출 민감도가 점차 하락할 가능성이 있음을 나타낸다. 다만, 가공무역과 관련하여 환율의 영향에 대해서는 추후 실증분석을 통해 보완할 필요가 있다.

나. 긴축적 vs. 확장적 평가절상

선행연구 중 23개 OECD 국가를 대상으로 수행된 실증분석 결과에 따르면, 장기적으로 9개국만이 통화가치 하락으로 인해 경제성장이 영향을 받았고, 그중에서 6개국이 부정적인 효과가 나타났다. 즉, 3개국은 긍정적인 효과를 나타낸 것이다(Kalyoncu *et al.*[2008]). 실제로 동유럽 국가들을 대상으로 한 실증분석 결과(Mahmani-Oskssee *et al.*[2008]), 통화가치 하락이 '확장효과' 혹은 '긴축효과'로 양분되었으나, 모든 국가에서 이런 효과가 장기적으로 지속되지는 않았다.

대부분의 연구가 환율변동이 단기적으로 '확장효과'와 '긴축효과'로 양분되는 경향이 있지만, 결국 장기적으로는 그 효과가 소멸된다는 것이다(Edwards[1986]).[8]

무엇보다도 관련 연구들은 통화가치 하락의 경제적 영향에 대한 이론적 논란과 실증분석의 기초적인 사례들을 제공한다. 다수의 실증분석은 '긴축적 평가절하' 가설을 지지한다. 그러나 Magendo(2002)는 이런 결과를 변수 선택의 편향성에 기인하는 것으로 간주한다. 이론적으로도 통화가치 하락을 결정하는 변수들과 생산 증가율을 결정하는 변수들이 동일하다. 따라서 그의 연구에 따르면, 변수들을 통제하지 않을 경우에는 이전의 분석 결과들과

8 평가절하와 경제성장의 관계에 대한 문헌연구가 잘 정리된 것으로는 Bebczuk *et al.*(2006, pp.4~7)을 참고할 수 있다.

같이 '긴축적 평가절하' 가설이 지지될 수 있으나, 이런 선택의 편향성을 통제하면 '긴축효과'는 사라진다.

또한 거시적 관점을 보완하기 위한 미시적 분석을 강조하는 연구는 통화가치 하락의 '확장효과'를 주장하는 '원조' 멘델-플레밍 모델에 대해 의문을 제기한다(Bebczuk *et al.*[2006]). '긴축적 평가절하'는 기업들이 만기 불일치 상태에서 통화의 실질가치 하락에 직면할 경우 실질 부(wealth)가 잠식하는 실질잔고효과로 나타나고 경기위축이 발생한다는 것이다. 일부 학자들이 지적하듯이 실질잔고효과가 크다고 가정한다면 '긴축적 평가절하'가 나타날 수 있다. 만기 불일치가 발생할 경우, 투자와 소비 행위는 통화가치 하락의 마이너스(−) 효과를 피할 수 없을 것이기 때문이다.

한편, Yang(2004)은 태국의 사례 분석을 통해 통화가치 하락이 경기위축을 초래한다고 주장한다. 실증분석을 통해 태국의 경우 통화 실질가치 하락은 '확장적'이지 않고 '긴축적'이었다는 것을 증명하였다. 이는 태국이 1997년 위기에 직면한 이유가 되었다는 것이다.[9]

중국의 경우에도 연구 결과가 상충되고 있다. VAR 모형을 사용한 Shi(2006)와 Hsing and Hsieh(2005)는 위안화의 실질가치가 상승하면 중국 경제성장률이 낮아진다는 결과를 얻었다. 하지만 SVAR 모형을 사용한 Mehrotra(2007)는 위안화 실질가치가 상승하면 중국의 경제성장률이 상승한다고 주장하였다.

한편, 위안화와 관련해서는 통화가치 상승의 영향에 대한 다수의 실증분석 결과가 있음에도 통화가치 변동의 영향을 분명하게 밝히지는 못하고 있다. 施建淮(2007)은 전통적인 이론이 주장하는 통화가치 상승의 경기침체 효과에 대해 위안화 가치 상승의 영향 분석을 통해 검증하였다. 실증분석에 따르면, 위안화 가치 상승이 중국 경제성장률을 일정 정도 하락시키는 것으로 나타났다. 따라서 중국에서는 기존 연구의 '긴축적 평가절하

---

9 한국의 경우, 조갑제(2006)는 통화가치 하락이 경기를 위축시키는 작용을 한다는 '긴축적 평가절하(contractionary devaluation)' 가설을 한국경제에 적용하였다. 실증분석에 따르면, 원화가치와 실질생산 및 내수 모두를 급감시킨 금융위기 충격을 제외할 경우 한국경제에서는 '긴축적 평가절하' 가설을 지지하기 어렵다는 결과를 제시하였다.

(contractionary devaluation)' 가설이 제시하는 통화가치 상승의 '확장성 효과(expansionary effect)'가 나타나지 않았다는 것이다. 중국의 경우 통화가치의 변동보다는 미국 금리의 영향이 더욱 크게 나타난다는 연구 결과를 제시하였다.

본 연구에서는 논란이 되고 있는 '평가절상이 긴축적 혹은 확장적인가'를 벡터자기회귀(VAR) 모델을 이용하여 환율과 산업생산 증가율, 그리고 기타 변수들을 고려하여 분석한다.[10] VAR 모델이 내생변수들의 상호 의존성(내생성)을 모형화하는 적절한 분석방법임은 논란의 여지가 없다. VAR 분석에서 변수의 나열순서는 외부성이 강한 내생변수를 우선적으로 배치하여 모형을 설정한다. VAR 분석에서 제기되는 중요한 문제 중에는 변수의 안정성 여부와 변수 간 공적분관계(cointegration)가 있는지를 판단하는 것도 포함된다.[11]

따라서 본고에서는 Granger 인과관계 검정, 공적분 검정의 결과를 분석하여 VECM 모형을 활용하였다(식 (2)를 참고). 그리고 변수 선택은 Kamin and Rogers(2000)의 실증분석에서 제시된 기본모델을 참고하고 중국의 실정을 고려하였다.

기본모델의 실질 GDP 대신에 산업생산 증가율(Y)을 사용하고 총통화량(M2), 실질실효환율(REER), 인플레이션율(CPI)을 포함하는 모델을 추정하였다. 이런 내생변수 이외에도 금융시장 개방 정도를 고려하여 국내금리(1년 만기 대출금리, CI)와 외생변수로는 중국의 실정을 고려하여 정부지출(G)의 대리변수로 도시지역 고정자산투자 증가율(GI)을 포함시켰다.

상수항 α와 함께 오차수정항 ψ은 장기균형 아래에서는 제로, 그러나 y가 전기의 장기균형으로부터 이탈하는 경우 제로가 아닌 값을 갖는다. 따라

---

10 VAR 모형은 기존의 경제모형들이 갖는 문제들을 해결하는 과정에서 등장하였다. 기존 모형들은 변수들 사이의 동적인 관계를 충분히 설명하지 못하는 경우가 있다. 특히 기존 모형에서는 내생변수가 식의 양측 항에서 모두 나타날 수가 있다. 이런 문제를 해결하기 위해 변수들 사이의 관계를 모형화하는 비구조적 방법을 활용할 수 있는데, 그 방법이 벡터자기회기(VAR)모형과 벡터오차수정(VEC)모형이다.

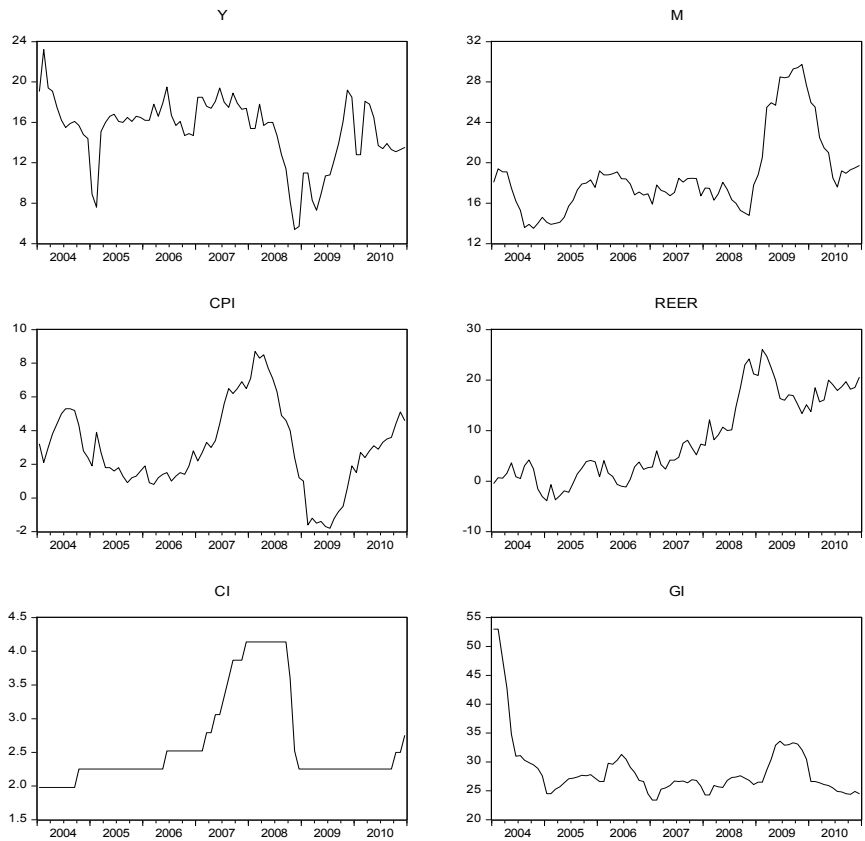
11 다만, 변수가 추세 안정적이지 못할 경우에는 VAR 모델에서 일차 차분한 변수를 이용하는 것이 적합하며, 변수 사이에 공적분관계가 적어도 1개 이상 존재하는 경우에는 VEC(Vector Error Correction: 벡타오차수정) 모형이 적당한 것으로 알려져 있다.

서 각 변수들은 균형관계에 복귀하도록 부분적으로 조정된다.

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta_1^* \Delta Y_{t-1} + \beta_2^* \Delta Y_{t-2} + \quad (2)$$
$$.... + \beta_{t-1}^* \Delta Y_{t-p+1} + \gamma_t W_t + \delta^* \psi_{t-1} + \epsilon_t$$

추정기간은 2004년 1월부터 2010년 12월까지 월간자료를 사용하였다. 중국 데이터는 모두 중국 통계국 자료를 활용하였으며, 실질실효환율은 BIS가 발표하는 자료를 활용하였다(통계자료는 그림 9-6을 참조).

[그림 9-6] 실증분석에 이용된 중국 거시경제 변수의 추이



주: 실질실효환율(REER)은 '2005년=100'을 기준으로 차분함.
자료: 중국 통계국; 중국인민은행.

〈표 9-4〉 그랜저 인과관계 검정(Granger Causality Test)

	인과관계 가설	Obs	F-통계량	Prob.
Lag2	REER→Y	82	2.494	0.089
	Y→REER		0.545	0.581
	REER→M		4.149	0.019
	M→REER		0.615	0.543
	CPI→REER		1.469	0.236
	REER→CPI		1.183	0.311
Lag6	REER→Y	78	2.939	0.013
	Y→REER		0.689	0.203
	REER→M		1.982	0.08
	M→REER		1.041	0.407
	CPI→REER		0.652	0.698
	REER→CPI		1.223	0.305
Lag12	REER→Y	72	2.577	0.010
	Y→REER		0.915	0.538
	REER→M		1.336	0.230
	M→REER		1.532	0.146
	CPI→REER		1.866	0.064
	REER→CPI		1.192	0.316
Lag18	REER→Y	66	4.072	0.000
	Y→REER		1.022	0.466
	REER→M		0.944	0.539
	M→REER		2.524	0.012
	CPI→REER		1.917	0.057
	REER→CPI		0.929	0.55

공업생산 증가율(Y), 총통화(M), 위안화 실질실효환율(REER), 소비자물가 상승률(CPI)의 인과관계를 Granger 인과관계 검정법을 통해 검정을 시도하였다. 그 결과, 실질실효환율이 산업생산 증가율에 통계적으로 유의미한 영향을 미친 것으로 분석되었다. 시차(AIC)별 인과관계의 경우, REER가 Y에 대해 90% 이상의 신뢰구간에서 유의미한 원인이 된 것으로 나타났다. 특히 18개월 시차의 경우, 99%의 신뢰구간에서 유의미한 결과를 발견할 수 있었다. 다른 변수들의 인과관계에서도 18개월 시차변수가 비교적 유의미한 것으로 파악되었다(표 9-4 참조).

〈표 9-5〉 단위근 검정(ADF, Phillips Perron)

	Level		First difference	
	ADF test	Phillips perron test	ADF test	Phillips perron test
Y	-3.09	-3.064	-8.54***	-8.959***
REER	-2.527	-2.527	-9.339***	-9.382***
CPI	-1.261	-1.853	-4.166***	-7.941***
M2	-1.61	-2.391	-7.15***	-7.628***
GI	-6.869	-4.863	-4.872***	-4.932***
CI	-1.887	-1.606	-5.263***	-5.269***

주: *, **, *** 각 10%, 5%, 1% 유의수준임.

경제변수들이 시스템에 대한 충격 후에 장기 추세를 따르는 경향이 있거나 불안정한 시계열인 확률행보를 따르는 경향이 있다. 따라서 어떤 시계열이 비정상성을 보이면 단순히 대수적 모형화를 어렵게 한다. 시계열이 정상적(stationary)이라는 것은 단위근을 갖지 않는다는 것을 의미하며, 단위근을 갖는 경우는 비정상적인(non-stationary) 시계열을 의미한다. 불안정한 시계열을 안정화시킬 수 있는 것은 1차 차분하는 경우인데, 이를 판단하기 위해 단위근 검정을 시도한다. 본 연구의 단위근 검정은 ADF 검정법과 Phillips-Perron 검정법을 사용하였다. 〈표 9-5〉에서 알 수 있듯이 변수들의 1차 차분을 통해 불안정한 시계열이 안정화될 수 있다. 그리고 본 절에서는 AIC 방법으로 시차값을 6으로 선택하였다.

Johansen의 공적분 검정법을 실시한 결과가 〈표 9-6〉에 요약되어 있다. 공적분 검정 결과, 적어도 1개 이상의 공적분이 존재하고 있음을 확인하였다. 공적분 검정은 개별 시계열이 단위근을 가진다 하여도 이들 시계열 사이에 가성적 관계가 성립하지 않을 조건을 발견하도록 한다. VAR 모델에서 변수가 추세 안정적이지 않을 경우 1차 차분한 변수를 이용한다. 또한 변수 사이에 공적분관계가 적어도 1개 이상 존재하는 경우에는 벡터오차수정모형(Vector Error Correction Model: VECM)이 적절하다.

[그림 9-7]에 나타난 것처럼 VAR의 충격반응함수를 추정하였는데, 다음과 같은 결과를 발견할 수 있었다.

〈표 9-6〉 Johansen 공적분 검정(Johansen Cointegration Test)

가설	Trace 검정 통계치	p-값
None**	168.198	0.0000
At most 1**	93.085	0.0002
At most 2	46.878	0.0616
At most 3	19.543	0.4544
At most 4	5.664	0.7348
At most 5	2.146	0.1429

주: 1개 후행하는 공적분 검정 결과이며, ** 5% 수준에서 가설이 기각될 수 없음을 의미함.

첫째, 위안화의 실질실효환율 상승은 중국의 산업생산 증가율을 둔화시키는 것으로 나타났다. 결국 이런 추정은 위안화의 실질가치 상승이 경기를 위축시킨다는 의미여서 많은 학자들이 주장하는 '긴축적 평가절하' 가설과는 배치되는 결과라고 할 수 있다.

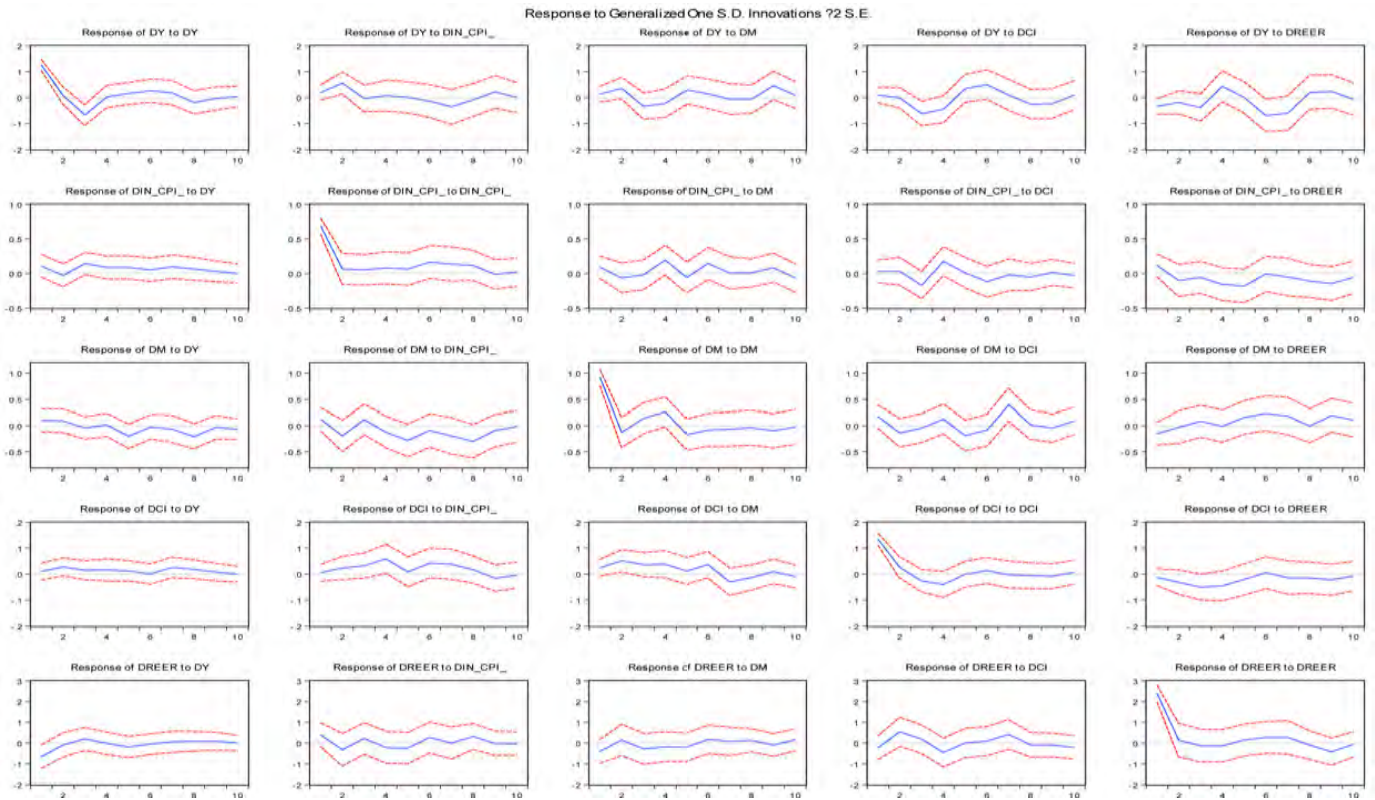
둘째, 중국의 금리인상의 경우 일부 산업생산 증가율 둔화를 통해 과열억제효과가 있으나, 위안화 절상보다 효과가 크지 않고 불확실할 것으로 추정되었다. 최근 중국정부가 추진하는 과열 억제를 위한 금리인상조치는 다소 제한적인 효과를 거두거나 위안화 환율 절상효과보다 실효성이 크지 않을 가능성이 높다.

셋째, 산업생산 증가율의 변화 역시 제한적이지만 위안화 실질가치에 대해 영향을 미치고 있는 것으로 분석되었다. 그리고 실증분석 자료에 따르면, 총통화 증가와 물가상승이 위안화 실질가치의 변동에 미치는 영향도 다소 제한적인 것으로 추정되었다.

다. 중국 금융시장에 대한 영향

환율의 변동이 자본의 가격과 밀접하게 관련되었다는 것은 잘 알려진 사실이다. 금리평가설에 따르면 양국 사이의 금리 차이는 환율 변화를 이해하는 중요한 지표라고 할 수 있다. 또한 차액결제선물환(NDF) 할인율 역시 환율을 예측하고 투기자본의 흐름을 미리 예측할 수 있는 자료이다. 위안화

[그림 9-7] 실질실효환율의 충격반응함수 추정치



환율의 예측에도 선물환시장의 환율을 참고하는 경우가 증가하고 있다. 그리고 지난 2008년 글로벌 금융위기 이후에는 미국과 중국의 금리 차이가 더욱 확대되었다.

이러한 변화들을 참고하여 본 절에서는 위안화 현물환율, 선물환율, 금리, 주가의 관계를 분석하여 환율변동에 따른 금융시장의 영향을 추정하였다. 국제 투기자금의 급격한 변동을 유발하는 위안화 절상에 대한 기대심리, 중국정부의 자본 유출입 규제는 중국의 금융시장에 영향을 주는 중요한 변수임에 틀림없다. 이런 관계를 이해하기 위해 아래의 교란항을 포함한 금리평가설을 이용한다.

$$\frac{S_{t+\triangle} - S_t}{S_t} = i^d - i^f + \eta_{t+\triangle} \tag{3}$$

위의 식 (3)에서 i^d는 국내 금융자산의 만기 금리, i^f는 해외 금융자산의 만기 금리, $\frac{S_{t+\triangle} - S_t}{S_t}$는 환율변화율, $\eta_{t+\triangle}$은 교란항을 각각 의미한다. 각 변수들의 관계 변화를 추정하기 위해 VAR 모형을 활용하여 분석한다. 아래의 식 (4)를 참고할 수 있다.

$$Y = X + \epsilon \tag{4}$$
$$\epsilon \sim N(0, \Sigma)$$

$$\Sigma = \begin{bmatrix} \sigma_1^2 & \cdots & 0 \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ 0 & \cdots & \sigma_G^2 \end{bmatrix}$$

채택된 변수는 현물환시장 명목환율(RMB)의 로그값 lrmb, 역외 선물환시장의 NDF 1년 만기 선물환율(NDF)의 로그값 lndf, 국내외 금리차(중국의 1년 만기 예금금리와 미국 재무부 채권 수익률(1년)) idff, 상하이 주식시장 지수(SPI)의 로그값 lspi이다. 분석기간은 2005년 1월부터 2010년 12월까지로 일일 데이터를 활용하였다.

단위근 검정(ADF), 공적분관계 검정(Johansen Cointegration Test), 충격반응함수 추정 등을 시도하였다(그림 9-8 참조). 그리고 충격반응함수의 시차값은 AIC 결과를 참고하여 5로 설정하였다.

VECM 분석 결과에 따르면 위안화 명목환율, 선물환 환율, 국내외 금리차이, 상하이 주식시장 사이에는 상당한 인과관계가 존재하는 것으로 나타났다. 다만, 중국 금융시장의 개방 정도를 고려할 경우, 충격의 크기가 크지는 않지만 국내외 금리 차이 확대에 따른 명목환율의 추가적인 하락을 예상할 수 있었다. 향후 중국의 금융시장이 더욱 개방될 경우, 국내외 금리차에 따른 위안화 환율변동 가능성이 높을 것으로 보인다. 금융시장 추가 개방과 제도 개선에 따른 위안화 환율의 절상은 국제 투기자본의 유출입 증가를 통해 금융시장에 충격을 줄 수 있으며, 충격의 크기는 자본항목 자유화 등 중국정부의 규제완화정책에 따라 변화될 수 있을 것이다.

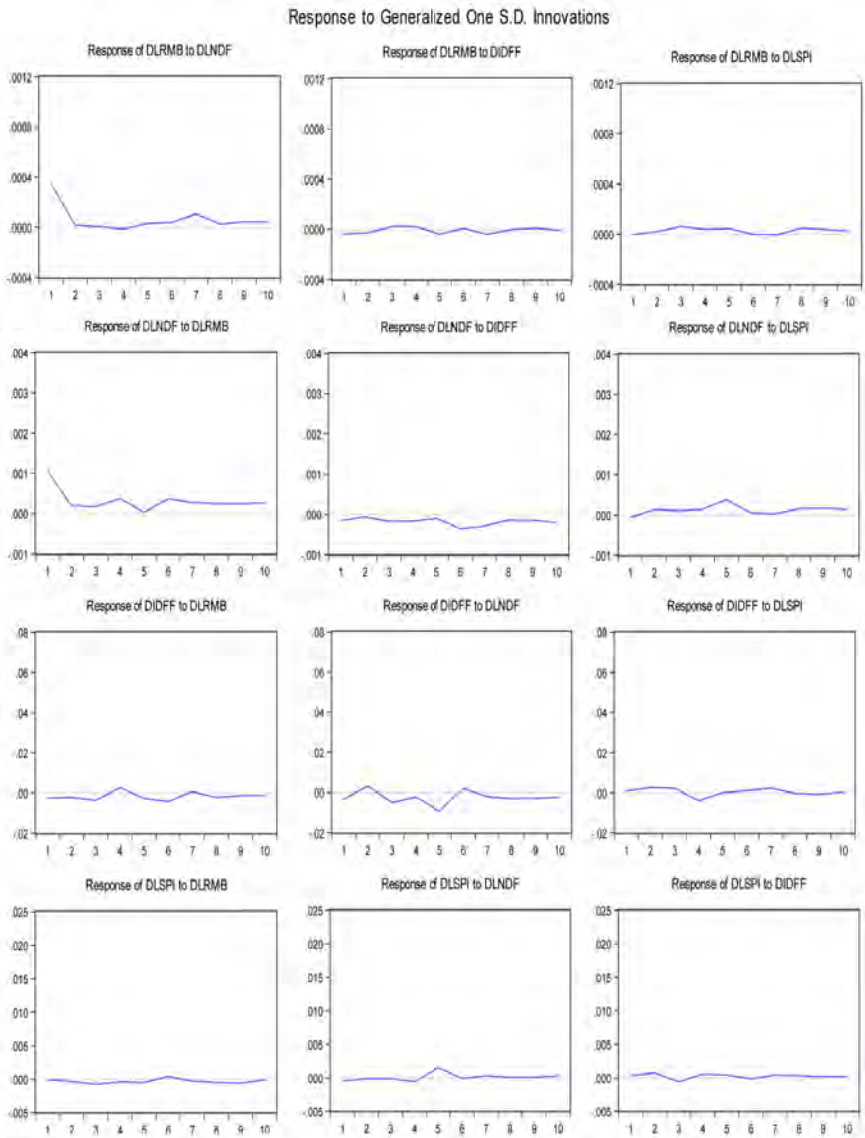
라. 중국 산업구조에 대한 영향

중국 내에서도 위안화 통화가치가 상승하면서 위안화 실질실효환율이 중국의 산업구조조정에 미치는 영향을 실증적으로 분석한 연구 결과를 제시하였다(巴曙松 외[2009]). 위안화의 실질가치 상승은 3차산업의 성장과 고용을 증가시키는 동시에 농촌 노동력의 이동을 촉진하여 2차산업인 제조업부문의 고용이 감소할 수 있다고 분석하였다. 결국 장기적으로 위안화 통화가치 상승이 산업구조조정을 촉진하는 등 긍정적인 요인으로 작용할 수 있으나, 단기적으로는 실업자 증가 등의 부정적인 영향을 무시할 수 없다는 것이다.

魏巍賢(2006)은 CGE 모형을 이용하여 위안화 가치 상승이 중국경제에 미치는 영향을 분석하였다. 분석 결과는 통화가치 상승이 비선형적인 관계이지만 실질 GDP에 마이너스 효과를 나타내는 것으로 나타났다. 특히 실업이 증가하고 소비부문의 도농 간 격차가 확대되는 것으로 분석되었다. 분석 결과에 따르면, 노동집약적 산업에 대한 피해가 가장 큰 것으로 나타났다. 환율 절상폭을 적정 수준에서 유지하는 것이 중국경제에 대한 부정적인 영향을 최소화하는 방안이라고 주장하였다.

[그림 9-8] 금융시장의 충격반응함수 추정치 및 관련 자료

a. 충격반응함수 추정치



[그림 9-8]의 계속

b. 단위근 검정

	ADF(Trend and Intercept)	
	level	first difference
lrmb	-0.769577	-40.48542***
lndf	-40.48542	-1.083147***
idff	-0.20	-38.95***
lspi	-0.20	-1.37***

주: ***는 1% 유의수준임.

c. 공적분 검정 결과

가설	Eigenvalue	Trace 검정 통계	0.05 Critical Value	P-값
None **	0.188791	955.6991	47.85613	0.0001
At most 1 **	0.15705	652.3165	29.79707	0.0001
At most 2 **	0.13697	404.5867	15.49471	0.0001
At most 3 **	0.123413	190.9925	3.841466	0

주: **는 5% 유의수준임.

중국경제는 2008년 이후 글로벌 금융위기를 겪으면서 산업 재편 및 산업 고도화, 규제완화와 같은 산업구조조정에 직면하였다. 특히 중국의 대외무역 의존도가 70%를 넘어서고 산업구조조정 역시 대외무역의 영향을 무시할 수 없게 되었다. 실질실효환율은 비교역재와 교역재의 상대 가격을 의미하며, 외국과 무역하는 기업들에 중요한 변수인 동시에 산업 간 자원 배분에 영향을 주고 산업구조조정을 촉진할 수 있다.[12]

본 절에서는 VAR 모형을 이용하여 위안화의 실질가치 상승이 중국 산업에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다(식 (5)를 참조). 내생변수들은 실질실효환율(lnreer)과 1, 2, 3차 산업 노동력(모형 1: lnfp, lnsp, lntp), 2, 3차 산업 비중(모형 2: lnsr, lntr)으로 모두 로그를 취한 값이다. 데이터는

12 이런 연구들은 환율정책의 급격한 기조 변화가 산업구조조정에 미치는 영향을 분석하여 정부의 환율정책을 위한 논리적 근거를 제공한다. 예를 들어 Frankel(2004), Burgess and Knetter(1998), Klein *et al.*(2000), Lebow(1993) 등의 다수 연구는 통화가치의 변동이 고용과 산업구조조정에 미치는 영향을 분석하고 있다.

중국 통계국의 연감을 참고하여 수집하였으며, 분석기간은 1994년부터 2008년까지이며 연도별 자료를 활용하였다. AIC 방법으로 시차값은 1로 선택하여 사용하였다.

ADF 검정법을 통해 단위근 검정을 시도하였는데, 단위근의 존재를 기각할 수 없었다. 또한 공적분 검정 결과에 따르면, 모형 1에서는 5%의 유의수준에서 공적분 수가 최대 1개라는 귀무가설을 기각할 수 없었으나 최대 2개라는 귀무가설은 기각되었으며, 모형 2에서는 공적분 수가 최대 1개, 최대 2개라는 귀무가설이 모두 기각되었다.

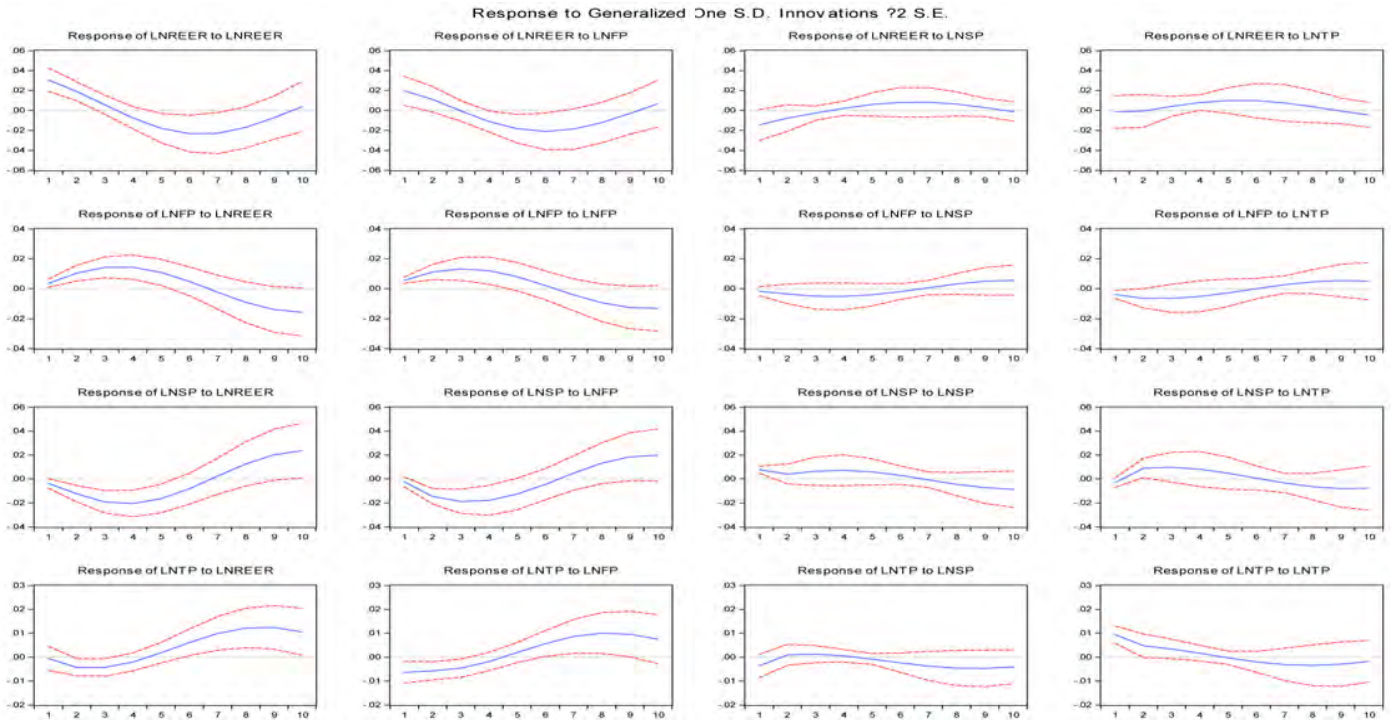
$$y_t = \alpha_1 y_{t-1} + \cdots + \alpha_p y_{t-p} + \beta x_t + \epsilon_t \quad (5)$$

VAR 모형의 분석 결과에 따르면(그림 9-9 참조), 위안화 실질실효환율의 상승으로 인해 초기에는 3차산업, 즉 서비스산업과 2차산업, 즉 제조업의 노동력이 모두 감소하는 것으로 나타났다. 다만, 서비스업의 노동력이 제조업보다 감소폭이 작고 또한 빠르게 증가세로 전환되었다. 실증분석 결과에 따르면, 서비스의 생산비중은 증가하는 대신 제조업의 비중이 감소하는 것으로 나타났다. 이런 결과는 위안화의 실질가치가 상승함에 따라 중국의 산업구조와 노동력구조가 변화될 것임을 시사한다. 중국은 위안화 절상을 통해 서비스업이 증가하는 산업구조로 고도화가 실현될 가능성이 높으나, 단기적으로는 실업자가 증가하는 노동시장의 변화에도 직면할 것으로 전망되었다.[13]

13 참고로 단순회귀분석을 통해 경제구조가 현재의 투자 위주에서 소비비중이 상승하는 고도화 가능성을 검토하였다. 실증분석 결과에 따르면, 실질실효환율 변화에 따른 경제구조 변화는 미세한 것으로 나타났다.

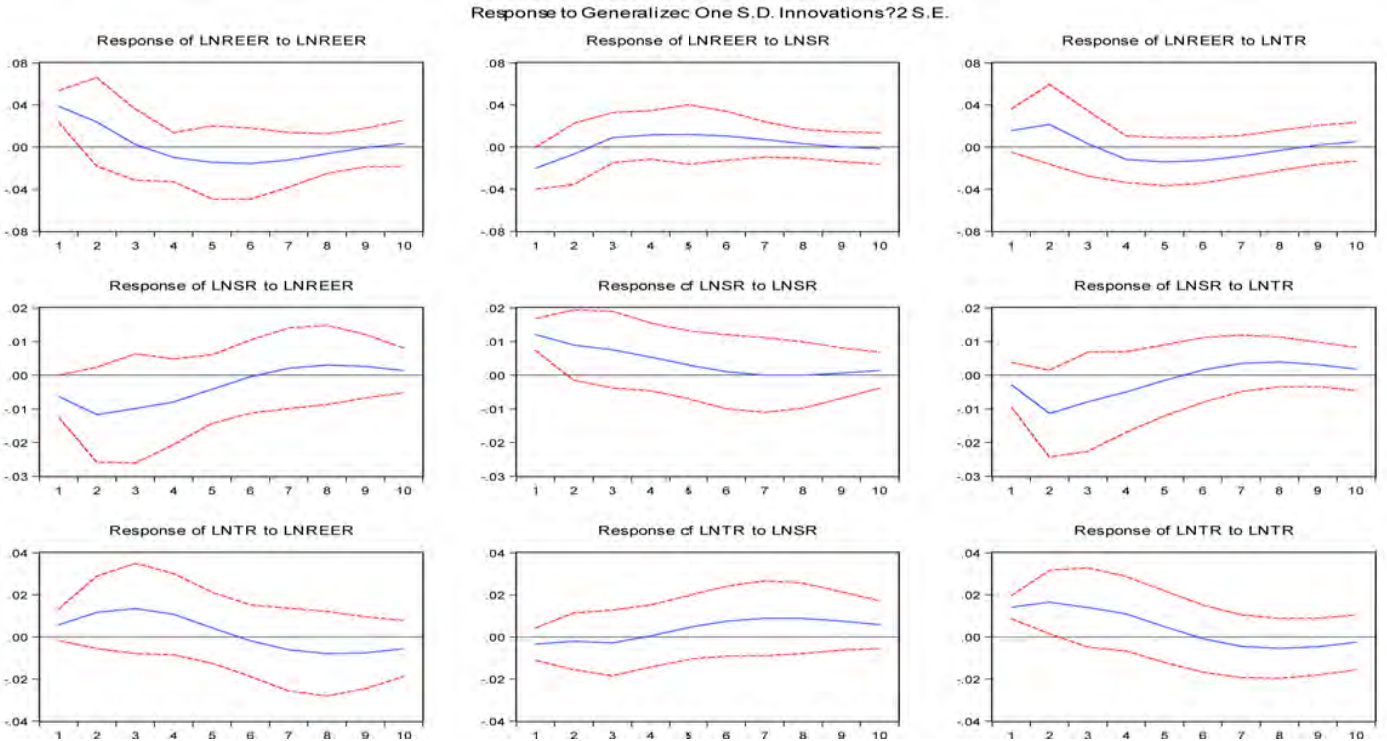
[그림 9-9] 위안화 실질실효환율 변화에 따른 산업별 충격반응함수

a. 모형 1



[그림 9-9]의 계속

b. 모형 2



제3절 위안화 국제화의 영향과 의미

1. 위안화 국제화 현황

가. 위안화 국제화의 의미

'위안화 국제화'란 거주자와 비거주자 간, 나아가 비거주자 간 경상 및 자본 거래에서 위안화가 자유롭게 사용되도록 하는 것을 의미한다. 이는 위안화가 국제적으로 화폐의 일반 기능, 즉 계산단위(unit of account), 결제(means of payment) 및 가치저장(store of value) 수단으로서의 기능을 원활히 수행할 수 있도록 하는 것을 말한다.

위안화가 국제통화로 사용될 때 기대할 수 있는 긍정적인 효과는 환거래 비용 절감 및 주조차익 효과 등이 있으며, 반면 해외자본 유출입에 의한 부정적인 영향도 있다. 중국은 위안화 국제화에 따라서 환거래비용이 절감되고 화폐주조차익 효과를 거둘 수 있는 등의 장점을 기대하고 있다. 민간에서는 국내 기업 및 금융기관의 환거래비용이 절감되고 위안화 거래 활성화에 따라서 금융시장 발달이 가속화될 전망이다. 공적으로는 화폐주조차익(seigniorage) 효과를 기대할 수 있으며,[14] 대외지급 준비자산 필요성도 감소할 것으로 예상된다. 반면, 빈번한 해외자본 유출입으로 거시경제정책 운용의 어려움을 초래하고 금융 및 외환 시장의 교란 가능성이 높아질 수도 있다.

나. 위안화 국제화 추진과정

2008년의 세계 금융위기로 인해 달러화 가치에 대한 의구심이 증폭되자, 중국은 국제통화제도의 개혁을 요구하는 한편 자국화폐의 국제화정책을

14 화폐주조차익 효과는 위안화를 지불하고 해외의 실물 또는 금융 자산을 취득할 수 있게 됨으로써 위안화 발행비용을 초과하는 이익을 획득하는 것을 의미한다.

〈표 9-7〉 국제통화의 기능

기 능	민간부문	공공부문
계산단위	국제 무역·금융 거래의 표시단위 통화	– 환율표시통화 – 환율페그 시 기준통화
지급수단	무역대금결제·대외채무상환 수단이 되는 통화	– 외환시장 개입 통화
가치저장수단	예금, 대출, 채권발행 등에 사용되는 통화	– 대외지급수단 보유통화

자료: Kenen, Peter B., *The Role of the Dollar as an International Currency*, 1983.

추진하였다. 위안화 국제화 추진의 배경은 금융위기로 인한 달러화 가치 하락에 따른 외환보유고 손실 가능성과 과다한 외환보유액에 따른 관리비용 증가 우려 및 국제통화질서에서의 영향력 확대 필요성 등에 있다.

중국의 위안화 보유규모는 2010년 말 2.8조달러를 초과하였는데, 그중 65% 내외가 달러화 자산으로 구성되어 있다. 이러한 상황에서 달러화 가치 하락은 막대한 평가손실로 연결될 수 있다.[15] 금융위기 당시에도 달러화 가치 하락에 따른 국부손실 우려가 제기되었다. 이에 따라 중국은 대외적으로 세계 금융위기 이후 미 달러화 중심의 국제통화체제를 SDR을 중심으로 재편할 것을 주장하였다. 중국인민은행 총재는 국제기축통화로서 특정 국가의 화폐를 벗어나 IMF의 특별인출권(SDR)을 활용할 것을 제의하였다(周小川 [2009]). 이와 함께 대내적으로는 전국인민대표대회(全人大)와 전국인민정치협상회의(政協)에서 위안화 국제화 정책을 추진하였다(2009년 3월). 당시 전인대에서는 2조달러가 넘는 국가재산 규모의 증대 및 화폐 주조이득 추구를 위안화 국제화의 명분으로 내세웠다.

또한 위안화 국제화를 추진하기 위한 제도 개혁도 추진하였다. 중국인민은행은 위안화의 국제화를 위해 필요한 외환제도 개혁 및 화폐 태환성 개선

15 달러화 가치는 2002~10년간 약 40%가 하락하였다(FRB, USD Trade Weighted Index). 특히 금융위기 직전인 2006~08년간에 달러화 가치는 13.6% 하락하였으며, 이에 따라 중국의 미 달러화 채권에서 1,740억달러의 누적 평가손이 발생하였다. 이는 2008년 외환보유고 1.8조달러의 9.7% 수준에 달한다.

을 위해 환율사(匯率司)를 신설하였다. 이는 과거에 '화폐정책사' 아래 외환거래처 및 환율정책처(外匯交易處, 匯率政策處)로 존재했었으나 환율사(司)로 격상[16]된 것이다. 이와 함께 중국인민은행, 재정부, 상무부, 해관총서 등 유관기관 간부들을 중심으로 위안화 국제화 추진팀을 구성하고 추진팀장은 후샤오롄 중국인민은행 부행장을 선임하는 등 위안화 국제화 행보를 가속화하였다.

다. 위안화 무역결제 확대 및 채권시장 개방 현황

1) 위안화 무역결제 확대 추이

통화의 국제화는 무역결제통화를 시작으로 투자통화를 거쳐 보유통화의 단계로 진행된다. 중국은 현재 위안화 국제화의 첫 단계로 위안화 무역결제 확대 전략에 무게를 두고 있다. 위안화의 국제적 통용은 2000년대 초부터 인접국가와의 국경무역에서 시작되었다. 이에 인민은행은 '위안화 국제통용 조사팀(人民幣現金跨境流動調查課題組[2004])'을 구성하고 위안화 무역결제 동향을 파악하는 한편, 접경국가와의 무역에서 위안화 통용을 확대하기 위한 전략을 구상하는 등 위안화 무역결제 전략을 수립하였다.

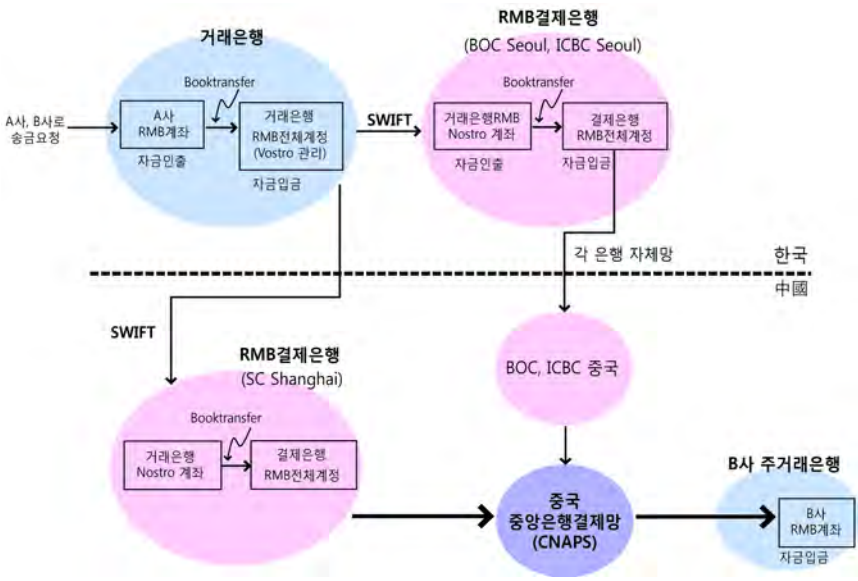
위안화 무역결제는 2009년 7월 국무원 상무회의에서 대외무역 위안화 결제를 시범 실시하기로 결정하면서 제도적으로 정비된다. 중국국무원은 1년간(2009년 7월~2010년 6월) 상해 및 광동성 4개 시(광주, 심천, 주해, 동관) 등 5개 지역과 홍콩・마카오 및 ASEAN 국가 간 무역거래 시 위안화 결제를 시범적으로 추진하였다. 위안화 시범결제 당시 상해 등 본토 5개 지역과 홍콩・마카오 및 아세안 소재 기업 간 교역대금은 지정 은행을 통해서만 위안화 결제가 가능하였다. 무역기업은 본토 '결제은행', 홍콩・마카오・아세안의 '청산은행' 및 '역외상업은행' 등의 이용이 가능하였다.[17]

---

16 중국인민은행 조직에 관한 국무원 규정(國務院辦公廳關于印發中國人民銀行主要職責內設机构和人員編制規定的通知(國辦發[2008], 83号)에 의거한다. 환율사는 이후 화폐정책2사(貨幣政策二司)로 이름을 바꾸어 위안화 국제화를 담당하고 있다.

17 결제은행은 중국의 무역기업 계좌개설 은행을 의미하며, 청산은행은 중국계 은행(홍콩・마카오・아세안 중국계 현지법인), 역외상업은행은 홍콩・마카오・아세안 소재 현지은

[그림 9-10] 위안화 무역결제구조



자료: 산업은행 마케팅지원실.

1년간의 시험 실시 이후 위안화 무역결제 실시 지역을 20개 성·시로 확대하고 무역결제 대상국가도 제한하지 않기로 결정하면서 위안화 무역결제 규모는 급속히 증가하기 시작하였다.[18] 무역결제 실시 지역은 시범기간의 5개 지역에서 20개 지역[19]으로 확대되었다.[20] 한편, 홍콩, 아세안과의 무역거래에 한해 인정했던 위안화 표시 결제 경외지역에 대해서도 대상 지역을 전 세계로 확대하였다.

이에 따라 상하이 및 광둥성 4개 시에서의 위안화 무역결제액이 2009년 하

행을 의미한다. 역외상업은행은 본토 대리은행에 '위안화동업자계좌'를 개설하고 청산계약(위안화대리결제계약)을 체결하였다.

18 2010년 6월 22일 중국인민은행은 유관기관 합동으로 '위안화 무역결제 시험실시 관련 통지'를 발표하여 대상지역을 확대하였다.

19 20개 지역은 베이징, 톈진, 네이멍구, 랴오닝, 장쑤, 저장, 푸젠, 산둥, 후베이, 광시, 하이난, 충칭, 쓰촨, 윈난, 지린, 헤이룽장, 티베트, 신장, 상하이, 광둥 등의 지역을 포함한다.

20 2011년 8월에 위안화 무역결제지역이 전국으로 확대되었다. "關于擴大跨境貿易人民幣結算地區的通知."(中國人民銀行 貨幣政策二司 2011. 08. 24)

반기의 36억위안(6,460억원)에서 2010년 상반기에는 706억위안(12조 6,700억원)으로 약 20배 급증하였다. 수출 환급세와 수출입 통관 보고 등 절차 면에서도 안정화에 접어들었다.

이에 따라 중국계 은행은 자행 경외기구와 위안화 청산협약 체결을 확대하고 있으며, 외국계 은행들과의 청산협약도 활발히 진행 중이다. 중국계 은행은 위안화 결제 확대에 대비해 우리나라를 비롯하여 말레이시아, 태국, 싱가포르 등지 외국계 은행들과도 청산협약 체결을 가속화하고 있다. 우리, 하나, 부산, 외환, 대구, 광주 등 우리나라 시중 은행들도 속속 위안화 무역결제 시스템을 도입하여 위안화 국제화에 대응하는 중이다.

2) 위안화 채권시장 개방 현황

홍콩을 중심으로 위안화 채권발행을 위한 제도적 발판이 마련되고, 중국 내 금융채시장에 대한 외국계의 투자를 허용하는 등 위안화 채권시장도 개방되는 중이다. 과거에는 중국의 금융기관이 홍콩에서 위안화 채권을 발행하는 수준이었으나, 제도화를 통하여 위안화 국제채권발행을 확대해 가고 있다. 홍콩정부는 2010년 2월 해외 기업이 홍콩에서 위안화 채권을 발행할 수 있도록 하는 위안화 관련 업무확대 방안을 발표한 바 있다.[21] 이에 따라 수출입은행과 산업은행 등 우리나라 국책 은행들도 위안화 조달을 위한 딤섬본드 발행을 검토하고 있다.[22]

또한 위안화 무역결제 취급은행들이 보유 위안화를 중국 내 채권시장에서 운용할 수 있게 됨에 따라 운용수익을 기대할 수 있게 되었다. 2010년 8월 중국인민은행은 해외투자자들이 중국 은행 간 채권시장에 투자할 수 있도록 하는 선별적 허용방침을 밝혔다. 대상 외국인 투자자는 중국인민은행과 통화스와프계약을 맺고 있는 각국 중앙은행, 홍콩 및 마카오의 역외 위안화 청산은행, 위안화 무역대금결제은행 등 3개 그룹이다. 중국인민은행은 현재

---

21 이에 따라 2010년 8월 맥도널드는 외국계 비금융권 중에서 최초로 홍콩에서 위안화 채권(2억위안, 연리 3%, 2013년 11월 만기)을 발행하였고, 이어 캐터필러도 10억위안의 위안화 채권을 발행하였다.

22 중국 역내에서 외국계 주체가 발행하는 위안화 채권을 '판다본드'라 하며, 홍콩 등 중국 역외에서 발행하는 위안화 채권을 '딤섬본드'라고 구분한다.

〈표 9-8〉 홍콩 역외 위안화시장의 채권 발행 현황

발행기관	발행일	금액(억위안)
국가개발은행	2007. 6월	50
중국은행	2007. 9월	30
중국수출입은행	2008. 3월	20
교통은행	2008. 7월	30
중국건설은행	2008. 8월	30
BEA	2009. 7월	40
HSBC	2009. 8월	20
중국 재정부	2009. 9월	60
맥도널드	2010. 8월	2
ADB	2010. 10월	12
캐터필러	2010. 10월	10

자료: 한국은행, 「해외조사월보」, 2010.

〈표 9-9〉 위안화 국제화 추진과정

	주요 내용
2009. 3월	위안화 국제화 정책 공식 추진(전인대)
2009. 7월	위안화 국제화 시범 실시 상하이, 광둥성(4개 도시) ↔ 아세안(홍콩, 마카오)
2010. 2월	위안화 채권 발행 허용(홍콩)
2010. 6월	위안화 무역결제 해외 대상지역 제한 철폐 베이징, 상하이 등 20개 성·시 ↔ 전 세계
2010. 8월	위안화 펀드 허용(홍콩) 중국 내 은행 간 채권시장 선별적 개방

자료: 한국은행, 「해외조사월보」, 2010.

한국, 홍콩, 말레이시아, 벨로루시, 인도네시아, 아르헨티나, 아이슬란드, 싱가포르 등 8개국 중앙은행과 8,035억위안 규모의 통화스와프를 체결 중이다. 또한 중국 당국의 비준을 받은 일부 외국계 은행이 은행 간 채권시장 참여를 준비하는 중이다. 이는 위안화 국제화를 위하여 무역결제에 이어 위안화 자산운용처를 확대하는 포석으로 해석된다. 실제 2009년 7월 위안화 무역결제 시범 도입 후 위안화 무역결제 규모가 증가해 왔지만, 외국인 투자

자들에게 마땅한 위안화 투자처가 없어 국제화의 걸림돌이 되어 왔다. 향후 위안화 채권수익률인 2~3%까지 운용수익이 상승할 경우 위안화 금융상품 개발의 운용 여력이 커질 것으로 예상된다.[23]

2. 위안화 국제화 가능성에 대한 실증분석

가. 모 형

1) 자 료

화폐국제화의 수요는 표시수단으로서의 국제기축통화(Anchor Currency) 수요와 지급수단으로서의 국제거래통화(Vehicle Currency·Invoice Currency) 수요 및 가치저장수단으로서의 국제저축통화(Reserve Currency·Investment Currency) 수요가 있다. 그중 회계단위로서의 국제기축통화 수요는 국제거래통화와 국제저축통화의 수요 증가에 대응하여 자연적으로 증가하는 수요이므로 국제거래통화 및 국제저축통화의 수요가 실질적인 수요라고 할 수 있다.[24]

본 연구에서는 위안화 국제화의 가능성을 점검해 보기 위하여 화폐국제화의 가능성을 가치저장수단으로서의 국제저축통화(준비통화 및 투자통화: Reserve Currency·Investment Currency)로 분석한다. 그중 화폐국제화의 공적수요에 해당되는 준비통화모형(Reserve Currency Model)의 종속변수는 Chinn and Frankel(2005)에서와 같이 통화별 외환보유액을 이용하였다.[25]

---

23 현재 위안화 무역결제용 은행 간 계좌 금리(0.3~1.08%(Sibor))와 비용(지급준비금, 예금보험공사 보험료)을 고려할 때 위안화 예금계좌 금리(0.1%) 운용이 제한적이다.

24 국제거래통화 중 송장통화수요(Invoice Currency)는 무역거래에 수반되는 수요이며, 은행 간의 국제화폐거래는 역외 화폐수요에 의해 결정되는 거래통화(Vehicle Currency)수요라고 할 수 있다. 이 중 송장통화는 Goldberg and Tille(2008)의 연구에서 알 수 있듯이 자료를 구하기 어려우며, 은행 간의 국제화폐거래는 국제금융거래 수요의 변수로서 거래통화(Vehicle Currency) 수요를 측정하는 데 적합하므로 본 연구의 모형에 사용하여 분석해 보았다. 그러나 분석 결과, GDP 외에 유의한 결과가 나타나지 않았으며 국제거래통화의 수요 추정에서도 유의한 결과가 나타나지 않았다.

25 중앙은행의 외환보유액은 단기적으로는 환율 및 이자율의 영향을 받으나 장기적으로는 교환의 매개(Medium of Exchange), 가치저장수단(Store of Value), 가치척도수단(Unit

Chen *et al.*(2007, 2009) 및 송원호 외(2007)의 연구에서는 화폐국제화의 척도로 준비통화를 사용하는 준비통화모형(Reserve Currency Model)을 기본으로 하여 화폐국제화 결정요인을 분석하고, 위안화 및 원화의 국제화 수요를 추정하였다.

또한 본 모형에서는 화폐국제화의 민간수요를 분석하기 위해 투자통화모형(Investment Currency Model)을 설정하였으며, 그 종속변수로 국제채권시장의 발행액을 이용한다. Lim(2006)은 준비통화(Reserve Currency)와 함께 국제채권 발행에 사용되는 통화(Investment Currency for International Bond Market)에 대해 분석하여 국제화폐의 가치저장기능을 중심으로 달러화의 지배적인 국제화폐기능과 유로화의 역내국제통화(Regional Key Currency) 역할이 유의하다는 것을 검증하였다.

Lim(2006)의 연구에 의하면 화폐국제화의 투자통화 수요예측모형을 통하여 위안화와 같은 지역 내 화폐국제화 수요를 예측하는 것이 가능하다. 그는 국제통화에서 네트워크 외부효과로 인해 달러화의 지배적인 역할(World Dollar Standard)이 나타나는 동시에 가치저장수단의 측면에서 유로화와 같은 지역성이 강한 국제통화가 나타나는 현상(Multi International Currency)에 대해서 설명하였다. Lim(2006)의 연구 외에도 Krugman(1984)의 연구도 위안화와 같은 지역 내 화폐국제화의 수요를 증명하고 있는데, 그는 국제화폐의 다변화(Diversification) 수요로 인해 다수의 균형이 존재할 수 있으며, 이에 따라 몇몇 지역화폐가 역내국제통화(Regional Key Currency)가 될 수 있음을 문헌연구를 통해 주장하였다.

화폐국제화 수요모형에 사용된 자료 출처는 다음과 같다. 종속변수인 외환보유액은 IMF COFER(Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) Database를 이용하였으며, 국제채권시장의 통화별 발행액은 BIS 자료를 이용하였다. COFER 및 BIS에서 국제화된 통화로 집계하는 화폐는 미달러화, 유로화, 일본 엔화, 영국 파운드화, 스위스 프랑화, 기타 통화로 구분되어 있으므로 기타 통화를 제외한 5개 지역 화폐를 분석대상으로 하였다.

---

of Account)의 보다 근본적인 요인들에 의해 결정된다(Chinn and Frankel[2005]).

〈표 9-10〉 변수 산정방법

독립변수	자료	산정방법
경제규모 (GDP Share)	IMF IFS	1. IMF의 IFS데이터로부터 각국(호주, 캐나다, 중국, Euro Area, 일본, 스위스, 영국, 미국)의 자국통화로 표기된 1999Q1~2008Q3까지의 데이터에 시장환율을 곱하여 10억달러의 단위로 분기별 GDP를 계산 2. 위와 같은 방법으로 인도, 사우디아라비아를 제외한 (데이터 없음) G-20 국가들의 GDP를 합산 3. 1에서 구한 값들을 2의 합산값들로 나누고, 100을 곱하여 G-20 경제규모 대비 각국의 경제규모를 계산
무역규모 (Trade Share)	IMF DOT	1. IMF의 IFS데이터로부터 각국의 세계를 상대로 한 수입량과 수출량을 합산하여 각국의 총무역량 계산 2. 각국의 무역량을 세계의 총무역량으로 나누고 100을 곱하여 해당 국이 세계무역시장에서 차지하는 비중을 계산
물가안정성 (Inflation Differential)	IMF IFS	각국의 분기별 소비자물가(CPI)에서 G7 소비자물가(CPI)의 평균값을 뺀 값
환율안정성 (FX Volatility)	Bloomberg	1. 1999Q1부터 2008Q3까지 AUD, CAD, RMB, EURO, JPY, CHF, GBP, USD의 일별 종가를 SDR의 일별 종가로 나누어 SDR 대비 각국의 환율을 계산 2. 각국 환율의 (해당 일 종가-전일 종가)/(전일 종가)를 계산하여 환율 변화를 계산 3. 각 분기에 해당하는 기간 동안 각국 환율 변화의 표준편차가 최종 값
금융시장 발달 정도 (M2)	IMF IFS CEIC	각국의 분기별 광의의 통화량(M2)이 G7 전체 M2에서 차지하는 비중 Outreville(1999), King and Levine(1993a, 1993b)에서 금융시장의 발달 정도를 측정하는 변수로 M2를 사용함.

독립변수로는 해당 국가의 GDP가 세계 GDP에서 차지하는 비중 및 전 세계 무역에서 해당 국가가 차지하는 무역액 비중을 경제규모 변수로 이용하였다. 인플레이션과 SDR 대비 환율변동성을 IMF International Financial Statistics(IFS)에서 구하여 화폐 안정성 변수로 사용하였다. 금융시장 발달

정도를 측정하는 변수로는 해당 국가들의 M2 통화량을 사용하였다.[26] 네트워크 외부효과를 반영하는 변수로는 외환보유액의 시차종속변수(lag)를 사용하는 연구들이 있다(Chinn and Frankel[2005]; Chen *et al.*[2009]; 송원호 외[2007]). 그러나 이들 연구 결과에서 종속변수와의 내생성 문제가 심각하게 나타나서 화폐국제화 요인을 설명하는 변수로는 바람직하지 않았다.[27] 분석 대상기간 및 자료는 1999~2008년간의 분기별 자료이다.[28]

2) 분석 모형

Chinn and Frankel(2005)과 이를 기본모형으로 하는 Chen *et al.*(2009)의 연구는 시차종속변수(lag)를 독립변수에 포함하여 전기의 변수가 당기에 압도적인 영향을 미치고 있으므로, 기타 독립변수와 종속변수 간의 관계를 파악하기 어려운 단점이 있었다. 이러한 시차종속변수는 달러화와 같은 기축통화의 확고한 지위를 반영하는 데는 적절할 수도 있으나, 모형의 통계적인 유의성문제와 함께 위안화와 같은 새로운 국제통화에 대한 모형으로는 부적절하다고 볼 수 있다. Li and Liu(2008)의 연구는 그 대신에 국가더미를 이용하여 관측 불가능한 변수를 통제하면서 위안화 국제화 수요를 추정하고 있다. 그러나 이들 선행연구는 모두 변수 간의 내생성을 충분히 통제하고 있다고는 볼 수 없다.[29] 따라서 본 연구에서는 시차종속변수를 제외하

---

26 광의통화인 M2는 현금통화와 요구불예금, 수시입출식 예금을 합한 협의통화에 금융기관의 정기예적금 및 부금, 실적배당형 금융상품, 시장형 금융상품, 기타 예금 및 금융채권을 포함한 개념으로 금융시장의 규모를 파악하는 파라미터로 사용하였다. 본 장의 M2는 G7과 유로지역 전체의 M2에 대한 각국의 M2 비중을 이용하였다.

27 네트워크 외부효과를 시차종속변수로 설명하는 것은 달러화나 유로화와 같이 주도적인 기축통화의 결정요인으로는 논리적 설명이 가능하다(Chinn and Frankel[2005]). 그러나 첫째, 네트워크 외부효과를 측정하는 변수에 대한 논쟁이 있으며 둘째, 시차종속변수의 내생성으로 인해 계량경제학적으로 적합한 변수가 아닌 문제가 있다. 따라서 본 연구에서는 시차종속변수를 모형에 넣지 않았다.

28 1999년 유로화 도입 이후에 외환보유액 자료의 단절이 발생하였으며, 중국의 주식시장은 1991년에 도입되었으나 아시아 외환위기 이후에 활성화된 점을 반영하기에 적합한 기간으로 선정하였다. 따라서 관측대상은 5개국의 10년간 분기자료로 구성된 균형패널 자료이다.

29 선행연구는 로그변수만을 적용하고 있고 이에 따라 R스퀘어 값이 0.98~0.99로 아주 크게 나타나서 모형의 통계적 안정성이 충분히 통제되지 않은 것으로 보인다. 따라서 본 연구에서는 로그차분변수를 이용하여 이 문제를 보완하였다.

여 위안화 국제화를 추정하기에 적합하도록 모형의 설명력을 높였으며, 선행 연구의 로그변환모형에 로그차분변수모형을 이용한 분석을 병행하여 통계적인 신뢰성을 높이고자 하였다. 이에 따라서 다음과 같은 모형을 설정하였다.

가) 준비통화모형(Reserve Currency Model)

본 연구는 Chinn and Frankel(2005)을 이용하여 화폐국제화의 공적수요를 예측하는 준비통화모형(Reserve Currency Model)을 아래와 같이 설정한다.

Pooled OLS

$$RS_i = \alpha_i + \beta_1 GDP_i + \beta_2 IDFF_i + \beta_3 FXV_i + \beta_4 TRA_i + \beta_5 FM_i + \gamma_1 COUNTRY_{dummy} + \epsilon_i \quad (1)$$

: 로그변수・로그차분변수를 이용한 POLS 분석

Panel 분석

$$RS_{ti} = \alpha_{ti} + \beta_1 GDP_{ti} + \beta_2 IDFF_{ti} + \beta_3 FXV_{ti} + \beta_4 TRA_{ti} + \beta_5 FM_{ti} + \mu_i + \epsilon_{ti} \quad (2)$$

: 로그변수・로그차분변수를 이용한 고정효과 및 임의효과 분석

변수 간의 내생성문제를 해결하기 위해서 차분변수를 이용한 회귀분석과 고정효과모형 및 임의효과모형의 패널분석을 병행하였다. Pooled OLS에서는 국가 더미변수를 적용하여 화폐국제화에 미치는 영향을 통제하였다. 화폐국제화의 경우 GDP 등 본 모형에서 고려하는 변수들뿐만 아니라 평판(reputation) 등 관측 불가능 변수들(omitted variables)에도 영향받을 수 있다. 이러한 관측 불가능 변수문제 등 국가별 특수성을 통제하는 문제는 국가더미를 추가하거나 차분(first difference)으로 해결할 수 있다. 따라서 본 모형에서는 국가더미를 추가한 Pooled OLS와 로그차분변수를 이용한 추정방법을 사용한다. 그러나 이러한 방법은 자유도(degree of freedom) 또는 자료 수의 감소를 야기한다는 단점이 있다. 따라서 본 모형에서는 패널분석(Fixed effect Estimation, Random effect Estimation)을 병행하여 사용하는데, 이는 자유도 감소 없이 추정할 수 있는 유용한 방법이다.

모형에서 i는 미 달러화, 유로화, 엔화, 파운드화, 스위스 프랑화 등 각각의 기축통화를 의미하며, RS는 세계 전체 외환보유액에서 해당 통화가 차지하는 비중을 의미한다. GDP는 세계 GDP에서 해당 국가가 차지하는 비중으로 경제규모를 의미하며, TRA는 전 세계 무역량에서 해당 국가의 무역량이 차지하는 비중을 나타내는 변수이다. $IDFF$는 G7 국가의 평균 물가상승률을 기준으로 하는 인플레이션 변수로 화폐가치의 안정성을 측정하는 변수이다. FXV는 SDR을 기준으로 과거 5년간의 환율 변화를 측정하여 환율변동성 변수로 사용하였다. 그리고 금융시장 발달 규모를 측정하는 변수로 GDP 대비 광의의 통화량(M2)을 이용하였다.

나) 투자통화모형(Investment Currency Model)

또한 본 연구는 LIM(2006)을 근거로 화폐국제화의 민간수요를 예측하는 투자통화모형(Investment Currency Model)을 아래와 같이 설정한다.

Pooled OLS

$$Bond_i = \alpha_i + \beta_1 GDP_i + \beta_2 IDFF_i + \beta_3 FXV_i + \beta_4 TRA_i + \beta_5 FM_i + \gamma_1 COUNTRY_{dummy} + \epsilon_i \quad (3)$$

: 로그변수・로그차분변수를 이용한 POLS 분석

Panel 분석

$$Bond_{ti} = \alpha_{ti} + \beta_1 GDP_{ti} + \beta_2 IDFF_{ti} + \beta_3 FXV_{ti} + \beta_4 TRA_{ti} + \beta_5 FM_{ti} + \mu_i + \epsilon_{ti} \quad (4)$$

: 로그변수・로그차분변수를 이용한 고정효과 및 임의효과 분석

나. 분석 결과

1) 국제저축통화의 공적수요 추정(준비통화모형)

준비통화모형 분석 결과, 위안화가 국제화되더라도 기축통화로서 준비통화에 사용될 가능성은 낮은 것으로 예상된다. 준비통화모형 분석 결과에

〈표 9-11〉 준비통화모형 추정 결과

화폐별 외환보유액 규모	1	2	3	4	5	6(FE)	7(RE)	8(POLS)
경제규모	0.632*** (0.175)					0.570*** (0.207)	0.566*** (0.173)	0.598*** (0.172)
무역규모		0.340* (0.172)				0.127 (0.188)	0.217 (0.171)	0.294* (0.175)
물가안정성			0.026** (0.011)			0.017 (0.011)	0.016 (0.010)	0.005 (0.013)
환율안정성				−0.037 (0.035)		−0.052 (0.034)	−0.037 (0.026)	−0.039 (0.026)
금융시장					0.378* (0.199)	−0.041 (0.229)	−0.179 (0.214)	−0.345 (0.226)
국가더미c1								0.011 (0.016)
국가더미c2								−0.008 (0.019)
국가더미c3								−0.016 (0.017)
국가더미c4								0.019 (0.016)
상수	−0.003 (0.005)	−0.0001 (0.005)	−0.001 (0.005)	−0.002 (0.005)	−0.002 (0.005)	−0.001 (0.005)	−0.001 (0.005)	−0.002 (0.012)
R-Sq.	0.081	0.034	0.027	0.003	0.009	0.108	0.113	0.135

주: 1) ( ) 안은 표준오차이며 ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미함.
2) 모형 6은 고정효과를, 모형 7은 임의효과를 의미함.

따르면, 화폐국제화에는 경제적인 변수 외에 국제정치 역학관계 및 세계 경제위기 등 기타 변수의 중요도가 더 큰 영향을 미치는 변수일 것으로 추정된다. 준비통화모형은 위안화와 같은 지역통화의 국제화를 경제적 변수들로만 설명하는 한계를 지니고 있는 것으로 보인다.

준비통화모형을 분석한 결과, 경제규모만이 준비통화에 유의한 영향을 주는 변수로 나타났으며 모형의 설명력도 낮았다.[30] 이는 어느 국가의 경제지

30 단순회귀분석 결과, GDP 규모 증가와 외환보유액 증가 변수와의 관계에서 추정된 계수가 0.63으로 기타 변수들에 비해 가장 높게 나타나서 경제규모가 커질 때 국제저축통화의 공적인 수요가 가장 크게 증가하는 것으로 나타났다. 그러나 이때 R스퀘어 값이 0.08

표들이 개선되었다고 해서 해당 국가 통화가 준비통화로 사용되는 비중이 그만큼 늘어나지 않음을 의미한다.[31] 어떤 화폐가 국제화되어 준비통화로 사용되는 데에는 경제규모와 같은 경제변수 외에 네트워크 외부효과 및 국제정치 역학관계 등의 기타 요인이 지배적으로 작용하기 때문일 것으로 추정된다(Krugman[1984]).

실증분석모형의 벤치마크로 사용한 Chinn and Frankel(2005)의 모형은 화폐국제화를 준비통화모형으로 설명한 달러화와 유로화 간의 기축통화(Key Currency)결정모형이다. 기축통화는 네트워크 외부효과로 인해 관성(inertia)에 따라서 결정되며, 이를 중앙은행이 준비통화(Reserve Currency)로 사용한다. 따라서 Chinn and Frankel(2005)은 기축통화 결정요인 분석을 위해서 내생성문제를 감수하고도 시차종속변수(lag)를 네트워크 외부효과 변수로 사용하였다.[32] 그러나 위안화가 국제화되더라도 단기간 내에 기축통화로서 준비통화에 사용될 가능성은 현실적으로 낮다(Eichengreen[2009]). 오히려 일본 엔화나 호주 달러화의 경우와 같이 경제적인 위상에 맞는 무역거래통화(Invoice Currency) 혹은 투자통화(Investment Currency)로서의 역할을 할 것으로 예상된다.

2) 국제저축통화의 민간수요 추정(투자통화모형)

국제저축통화의 민간수요인 투자통화모형의 분석에서는 위안화가 국제화되면 일본 엔화나 호주 달러화의 경우와 같이 경제적인 위상에 맞는

로 나타나 준비통화모형에서 경제규모의 설명력이 10%도 되지 않았다. 고정효과모형 및 임의효과모형의 패널분석 결과와 Pooled OLS 분석 결과에서 공통적으로 경제규모 변수만 유의한 것으로 나타나고, 화폐국제화모형의 설명력도 낮아서 준비통화모형으로 위안화 국제화를 설명하는 것은 적합하지 않은 것으로 보인다.

31 경제규모 외에 나머지 변수들은 5% 유의수준에서 유의하지 않을 뿐만 아니라 R스퀘어 값 역시 0.10~0.13으로 낮아서 화폐국제화를 설명하는 변수에는 경제변수 외에 국제정치 및 경제위기와 같은 다른 변수들의 영향이 중요하다고 추정된다.

32 본 연구에 사용된 준비통화모형에서 내생성문제를 일으키는 시차종속변수(lag)를 제외하는 경우 모형이 의미가 없었다. 따라서 위안화 국제화 수요를 추정하는 Chen *et al.*(2007, 2009)의 연구와 원화국제화 수요를 추정한 송원호 외(2007)의 연구에서 기축통화 결정모형인 Chinn and Frankel(2005)의 준비통화모형을 사용한 것은 잘못된 적용으로 보인다.

〈표 9-12〉 투자통화모형 추정 결과

화폐별 국제채권 발행규모	1	2	3	4	5	6(FE)	7(RE)	8(POLS)
경제규모	0.9963*** (0.0621)					0.8678*** (0.0686)	0.6996*** (0.0652)	0.6625*** (0.0613)
무역규모		0.3966*** (0.0924)				−0.0392 (0.0623)	−0.0806 (0.0636)	−0.0525 (0.0625)
물가안정성			0.0293*** (0.0059)			0.0155*** (0.0037)	0.0156*** (0.0038)	0.0049*** (0.0049)
환율안정성				0.0342* (0.0199)		0.0128 (0.0115)	0.0216** (0.0101)	0.0220** (0.0092)
금융시장					0.7076*** (0.0969)	0.1893 (0.0759)	0.2271*** (0.0793)	0.1148 (0.0808)
국가더미c1								0.0185*** (0.0059)
국가더미c2								−0.0142** (0.0071)
국가더미c3								−0.0140** (0.0064)
국가더미c4								0.0057 (0.0059)
상수	−0.011*** (0.0018)	−0.006** (0.0029)	−0.007*** (0.0027)	−0.009*** (0.0029)	−0.008*** (0.0025)	−0.010*** (0.0017)	−0.010*** (0.0023)	−0.009** (0.0043)
R-Sq.	0.4577	0.0672	0.0967	0.0394	0.1982	0.5235	0.5333	0.6084

주: 1) ( ) 안은 표준오차이며 ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미함.
2) 모형 6은 고정효과를, 모형 7은 임의효과를 의미함.

무역거래통화 혹은 투자통화로서의 역할을 할 것으로 예상된다.

분석 결과, GDP 변수와 외환보유액 증가변수와의 관계에서 가장 설명력이 높았으며, 경제규모가 빠르게 커질수록 투자통화 수요가 가장 크게 증가하는 것으로 나타났다. 또 금융시장이 발달할수록 해당국 화폐에 대한 국제채권투자 수요가 증가한다. 패널분석의 임의효과모형 추정 결과 경제규모와 물가안정성, 환율안정성, 금융시장 발달 관련 변수가 모두 5% 수준에서 유의하게 나타나서 해당 화폐의 국제채권수요에 영향을 준다.[33] 준비통화모형

33 하우즈만 검정 결과, 모형 6의 임의효과를 채택하였다.

에서 경제규모 변수만이 유의한 것으로 나타난 것에 비해 경제변수가 대부분 유의하게 나타났으며 모형의 설명력도 높다.[34] 즉, 투자통화모형은 준비통화모형과는 다르게 경제규모 외에도 많은 경제변수에 의해 영향을 받으며 설명력도 높다.

따라서 위안화가 국제화된다면 위안화 표시 국제채권에 대한 수요가 증가할 것으로 예상된다. 중국이 세계경제에서 차지하는 비중이 커질수록, 화폐가치의 안정성이 높을수록, 다양한 금융상품을 유통할 수 있는 금융시장이 잘 발달될수록 위안화 채권 수요가 증가할 것으로 보인다.

다. 투자통화로서의 위안화 국제화 가상 규모 추정

국제투자통화에 대한 분석 결과에 따라서 위안화가 국제화될 경우를 가상하여 규모를 추정하였다. 그 결과 중국이 다른 나라들에 비해 화폐국제화 속도가 상대적으로 빠를 것으로 예상되며, 국제 채권시장의 위안화 표시채권 규모도 전체의 31%에 이를 가능성이 있는 것으로 나타났다. 앞에서 도출된 패널분석모형 결과에 금융위기 직전(2008년 3분기)의 각국 독립변수를 대입하여 화폐별 국제화 추정치를 도출하고, 위안화 국제화의 가상 규모를 추정하였다.

그 결과 위안화가 국제화된다면 위안화 국제화 속도는 기존 기축통화 국가들에 비해 빠를 것으로 예상된다. 투자통화모형의 로그차분변수 추정 결과에 따르면, 국제채권발행은 다른 나라들이 0.991(EU)~1.031(일본) 증가하는 동안 중국은 1.25로 빠르게 증가한다. 또한 로그변수 추정 결과는 위안화가 국제통화가 될 경우 투자통화로서의 위안화 표시 채권발행 규모가 전 세계 국제채권의 31% 수준에 이를 수도 있다는 것을 보여준다.[35]

---

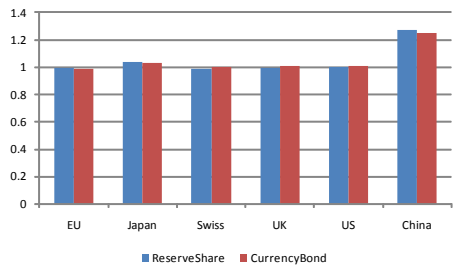
34 투자통화모형은 R 스퀘어 값도 0.52로 준비통화모형의 0.11보다 높아서 모형의 설명력이 높았다.

35 이러한 추정치는 모형의 전제조건인 변동환율제 전환, 위안화 자유태환 보장, 채권 및 주식 시장 등 자본시장의 완전 개방이 모두 달성되었을 경우의 결과이므로 위안화 국제화의 잠재력으로 해석할 수 있다.

〈표 9-13〉 각국 화폐별 국제화 속도 및 규모 추정

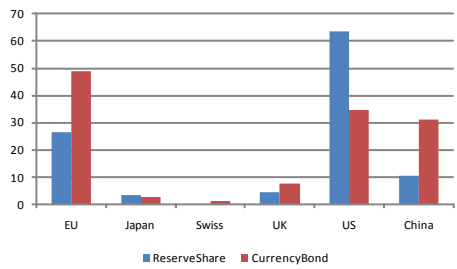
로그차분	Reserve Share	Currency Bond
EU	0.992	0.991
Japan	1.035	1.032
Swiss	0.988	1.003
UK	0.992	1.008
US	1.002	1.010
China	1.274	1.250

화폐국제화 속도 추정 결과



로그	Reserve Share	Currency Bond
EU	26.360	49.078
Japan	3.250	2.832
Swiss	0.150	1.441
UK	4.645	7.816
US	63.458	34.563
China	10.614	31.146

화폐국제화 가상규모 추정 결과



제4절 결론 및 시사점

1. 정책적 함의 및 전망

가. 위안화 가치 상승의 정책적 의미와 전망

본문의 실증분석 결과는 다음과 같은 정책적 의미가 크다고 할 수 있다. 첫째, 위안화 실질가치 상승은 과열 억제에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 추정되었다. 따라서 제한적인 금리인상 등 통화정책 효과를 제고하기 위한 추가적인 위안화 절상을 예상할 수 있다.

둘째, 위안화의 가치 상승은 산업 고도화에 기여하는 것으로 평가된다.

다만, 단기적으로 고용시장의 불안정을 초래할 수 있다. 특히 중장기적으로 서비스산업의 성장이 기대되나, 단기적으로 제조업과 서비스업 부문의 실업 증가가 우려된다. 이는 중국정부가 급격한 환율 절상을 피하려는 주요 배경이 되고 있다. 위안화 환율변동의 단기적인 충격에도 불구하고 산업 고도화와 같은 긍정적인 효과를 기대할 수 있겠다.

셋째, 중국정부가 우려하는 위안화 가치 상승에 따른 무역수지 흑자규모의 급격한 축소는 크지 않을 것으로 분석되었다. 실질실효환율이 수출에 미치는 효과를 실증분석한 자료에 따르면, 실질실효환율 회귀계수 추정치는 실질실효환율이 1% 절상되더라도 수출은 아주 미세하게 감소할 것으로 전망되었다. 다만, 장기적인 충격보다는 단기적인 영향이 소폭이지만 더욱 컸다는 점을 고려할 경우, 중국정부가 기업에 미치는 영향을 고려하여 점진적인 절상을 주장하는 근거로 활용될 수도 있겠다.

마지막으로 중국 금융시장에 미치는 영향을 분석한 결과에 따르면, 향후 자본시장이 더욱 개방될 경우, 국내외 금리 차이에 따른 환율변동 가능성이 높을 것으로 보인다. 금융시장 추가 개방과 제도 개선에 따른 위안화 환율 절상 전망은 국제 투기자본의 유출입 증가를 통해 금융시장에 충격을 줄 수 있으며, 충격의 크기는 자본항목 자유화 등의 중국정부의 규제완화정책 변화에 따라 정해질 것으로 전망된다.

중국은 2005년 복수통화바스켓제도를 도입한 이후 경제와 정책적 딜레마에 직면한 것으로 평가된다. 글로벌 금융위기의 영향으로 인해 내수확대정책을 추진했던 중국은 경제가 다시 회복되면서 통화정책의 제한적인 효과, 투자에 의존한 불균형 경제성장 지속, 은행 등 금융시스템의 불완전한 개혁, 대외불균형의 심화가 반복되고 있다. 중국은 환율이 안정되는 통화가치의 신뢰성을 확보하였으나, 급격한 자본유입과 막대한 경상수지 흑자로 인한 과잉 유동성이 심화되고 있으며, 이를 완화하기 위해 실효성이 높지 않은 불태화정책 시행과 금리 및 지준율 인상을 실시해야 하는 정책적인 딜레마에 빠졌다고 할 수 있다.[36]

---

36 Krugman 등은 환율제도 선택과 관련하여 삼각의 딜레마(trilemma)에 빠지게 된다고 주장하였다. 즉, 환율제도 선택은 a) 거시경제정책의 자율적 운용(adjustment); b) 자본이

또한 과잉 유동성의 영향에 따른 물가상승과 투자 과열은 중국경제의 거품 형성으로 이어질 우려가 있으며, 환율변동성 확대에 대비한 금융시스템의 개혁에도 영향을 미칠 것으로 보인다.

그리고 문제는 중국정부 당국이 위안화 환율 절상속도 조절 등의 영향을 통해 과잉 유동성 문제를 오히려 심화시키고 있다는 것이다. 무역수지 흑자 증가뿐만 아니라 고성장에 따른 외국인 직접투자 유입의 증대, 주식시장 외국인투자 확대 등 자본수지 흑자도 지속되고 있다. 또한 중국 금융당국이 금리를 인상함에 따라 내외금리차는 축소 혹은 심지어 역전되고 있다. 향후 위안화 절상 가능성이 높다는 인식이 작용하기 때문에 차익 실현을 위한 핫머니 유입도 더욱 증가할 것으로 추정된다. 중국은 환율의 안정과 통화정책의 자율성을 확보하기 위해서 유효한 자본 유출입 규제에 의존하지 않을 수 없고, 막대한 경상수지 흑자에 따른 과잉 유동성의 부작용을 억제하기 위한 불태화정책 추진이 불가피하다. 금융부문의 과잉 유동성은 급격한 인플레이션을 초래할 가능성이 높기 때문이다.

그러나 그동안 급격한 인플레이션이 발생하지 않았는데, 주요 배경으로는 중앙은행의 증권 발행규모 확대, 4대 국유상업은행 등 금융기관의 재무구조 개선자금 소요, 지급준비율 인상(2003년 이후 약 2조억위안의 자금동결효과), 주식 및 부동산 시장으로의 자금 유입, 금융당국의 '창구지도' 등 대출 억제효과 등이 작용한 것으로 지적되었다.[37] 또한 중국인민은행은 과잉 유동성 우려와 인플레이션 상승을 완화하기 위하여 국채 발행 등 공개시장조작에 나서는 한편, 중앙은행 증권 발행을 통해 시중의 유동성을 흡수하였다.

그러나 실제로 시장개입효과는 미약하다는 평가도 있다. 금융시장의 과잉 유동성 문제를 해결하기 위한 불태화 비용의 증가를 감안하더라도 약 60%

동 촉진을 통한 국제 유동성의 확보(liquidity); c) 환율안정을 통한 통화가치의 신뢰성 확보(confidence) 등 세 가지를 추구하게 되나, 이를 동시에 만족시킬 수 있는 환율제도는 없었다. 특히 신흥시장 국가들은 자본이동이 완전하게 이루어지는 상황에서 고정환율을 유지하려면 통화정책의 자율성을 포기해야 하며, 통화정책의 자율성을 유지하려면 환율의 안정성을 포기해야 한다는 주장이다(Obstfeld[2002]).

37 또한 다른 정책보다 경상수지 및 자본수지 흑자 증가를 억제할 수 있는 적정 환율을 유지하는 것이 중요하다고 주장하였다(范建軍[2007]).

수준을 회수하는 데 그쳤다는 주장이 있다(巴曙松[2006]). 중국정부는 시장 개입을 통한 과잉 유동성 억제에도 불구하고 식료품가격 급등 등 인플레이션에 직면하여 과잉 유동성을 억제하기 위해 앞으로 당분간 지속적인 금리 인상 및 지급준비율 인상을 단행할 가능성이 높다. 또한 중국은 위안화 환율이 완전히 시장기능에 의해서 조정되지 않는다면 중국의 통화정책 실효성은 금융기관의 중개기능 약화, 금융시장기능 제약, 금융기관의 대규모 초과지준금 보유 등으로 인해 더욱 제한적일 가능성이 높다(Goodfriend and Prasad[2006]).

그리고 불태화정책을 추진하는 상황에서는 중국의 상업은행들이 자금을 효율적으로 투자하지 못한다는 것을 의미한다. 상업은행들은 투자처를 찾아 국채와 금융채권을 매입하고, 저조한 자산수익률로 인해 대규모 자금은 단기 금융시장으로 유입되어 시장금리와 예금금리가 역전되는 현상이 발생하고 있다. 결국 상업은행은 손실이 발생하더라도 국채와 금융채권 매입에 투자할 수밖에 없는 것이다. 또한 인민은행은 불태화정책을 추진하기 위해 증권을 강매하도록 유도하여 상업은행의 수익성이 더욱 악화되었다. 따라서 유동성 과잉은 상업은행의 수익률 감소뿐만 아니라 잠재적 리스크를 증대시킬 수 있다.

중국의 취약한 금융시스템은 환율을 점진적으로 절상시킬 수 있는 중간단계 환율제도 운용의 주요한 배경이 되기도 한다. 중국은 잠재 부실이 적지 않은 상황에서 긴축조치 등에 따른 성장 위축 또는 자산가격 급락 등 외부충격이 발생할 경우 금융산업의 안정에 위험요인일 수 있다. 잠재 부실채권이 실질 부실화하고 금융기관이 이를 감당하기 어려운 상황이 초래되는 경우이다. 은행의 대출금리 인상은 주택대출 원리금 상환 부담을 가중시켜 부동산가격 하락과 연쇄반응으로 개인파산이 증가할 것으로 예상하는 시각도 있다.

금융기관이 부실채권 증가분을 감당하지 못할 경우 이는 국가채무의 부담으로 귀속될 것이며, 이는 경제 전체의 부담으로 작용할 가능성이 높다. 따라서 중국정부는 취약한 은행시스템이 떠안게 될 부담을 우려하여 급격한 위안화 평가절상에 대해 회의적일 수밖에 없다. 실제로 중국 금융당국은 수

차례의 지급준비율 인상에 이어 금리인상을 단행하고 있다. 지속적인 금리 및 지급준비금률 인상조치는 물가상승 압력을 억제하고 시중의 과잉 유동성을 조정하기 위해 취해진 조치로 평가된다.

본 연구는 실증분석을 통해 중국정부가 물가상승 압력을 억제하고 과잉 유동성을 흡수하기 위해서 실시하는 금리 및 지급준비율 인상 조치의 효과는 제한적일 가능성이 있다는 점을 밝혔다. 위안화의 가치 상승은 물가상승을 억제하려는 통화정책목표를 더욱 효과적으로 달성될 수 있도록 한다. 그리고 위안화는 중국정부의 적극적인 불태화정책에도 불구하고 급격한 자본유입에 따른 과잉 유동성 문제를 해결하기 위해서라도 추가적인 위안화 절상이 예상된다.

따라서 중국의 환율제도는 절상 압력을 흡수할 수 있도록 유연화될 가능성이 높다. 중국정부가 현재의 환율제도로는 점증하는 대내외 절상 압력을 조정하기 어렵다는 점을 깨닫기 시작할 것이다. 왜냐하면 현재의 점진적인 절상 추세와 경직적인 중간단계의 환율제도는 대외적인 압력뿐 아니라 과잉 유동성에 따른 물가상승, 자산시장가격 버블, 불균형 성장 폐해, 금융시장의 비효율성 증대, 경상수지 흑자규모 증대 등의 대내적인 압력에도 적절하게 대응하기 어려워질 것이기 때문이다. 또한 중국정부가 추진하려는 위안화 국제화 역시 절상을 촉진하는 요인으로 작용할 가능성이 높고, 중장기적인 제도 개선도 가속화될 것으로 전망된다.

위안화 가치 상승과 환율제도의 유연화는 중장기적으로 지속적인 성장을 유지하려는 중국정부에도 필요한 조치이다. 예를 들어 WTO 가입을 위한 개혁이 중국경제의 발전과 성장에 긍정적인 작용을 했던 것처럼 환율제도의 유연화도 꼭 부정적인 영향만 있는 것은 아니다. 위안화 환율 결정의 시장메커니즘 효과는 자산가격 거품 축소, 물가상승 압력 완화, 과잉 유동성 조정 등에 기여할 수 있다. 뿐만 아니라 투자가 견인하는 경제성장구조를 내수 중심의 건전한 균형성장구조로 개선하고, 투자 효율성 제고를 위한 금융시스템 개혁 효과를 증대시키며, 심화된 대외 불균형을 조정하여 세계경제의 불균형 문제 해결에도 긍정적일 것으로 보인다.

나. 위안화 국제화 진전의 함의와 전망

위안화 국제화를 위해서는 향후 변동환율제로 전환하고 위안화의 자유태환제도를 도입하는 제도 변화가 선행되어야 하며, 선진국 수준의 물가안정성이 확보되어야 한다. 2010년 6월에 중국 당국이 변동관리환율제로 복귀한 것도 위안화 국제화를 위한 장기 포석으로 평가된다.[38]

중국은 세계 금융위기 이후 위안화 국제화의 첫 단계로 아시아지역 내의 무역결제통화에서 시작해 투자통화로 확대해 가는 점진적인 국제화를 추진하고 있으며, 분석 결과 이러한 방식을 따를 경우 위안화 국제화의 가능성이 높을 것으로 보인다. 다만, 위안화가 국제거래통화로 활용되기 위해서는 위안화 자산운용처로서 위안화 채권시장 개방과 발달이 동반되어야 한다.

위안화 국제화는 중국의 무역수지 적자 대상국인 아시아 국가들을 중심으로 활발히 전개될 것으로 예상된다. 중국의 대외무역은 미국과 EU 지역에서 무역수지 흑자를 보이고 우리나라와 일본, 아세안 지역에서는 무역수지 적자를 보이고 있다. 이는 중국의 주된 무역방식이 원자재 및 자본재를 주변국에서 수입하여 미국과 EU 지역 등으로 수출하는 가공무역이기 때문이다.

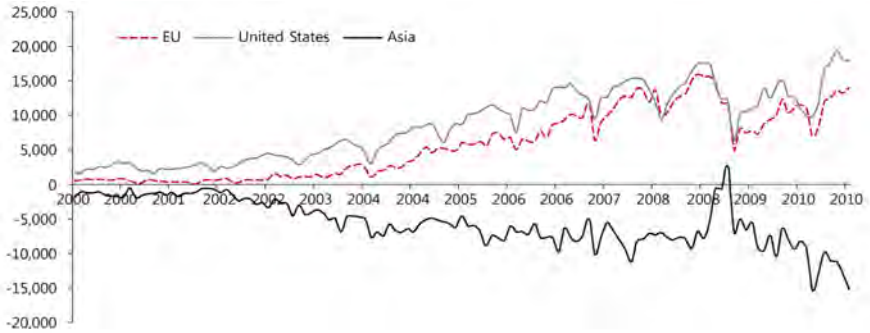
아시아 국가 시장참여자들이 위안화 무역결제를 선호하고 대중국 무역수지 흑자로 인해서 위안화를 보유하게 하려면, 위안화 가치의 안정성과 수익성을 보장할 수 있는 제도적 보완이 필요하다. 위안화 국제화는 중국의 무역수지 적자 대상국인 아시아 국가들이 위안화 보유와 운용에 있어서 얼마나 매력을 느끼는가에 달려 있다. 향후 위안화 표시 자산시장 접근성을 높이기 위해 위안화 채권시장이 홍콩 역외시장을 선두로 향후 10년 이내에 상하이 역내시장에서 확대 개방될 것으로 보인다. 또한 2020년 상하이 국제금융센터가 위안화 역내시장으로 자리매김한 후에는 외국 투자자의 주식시장 참여를 제한하고 있는 적격투자자제도(QFII)의 확대 개선 및 완전 개방이 이어질 것으로 예상된다. 주식시장 등 완전한 자본시장 개방은 중국이 추진해 온

---

38 2010년 6월 19일 중국 외환관리국이 위안화 환율개혁을 추진하면서 위안화 환율개혁의 궁극적인 목표는 완전한 자유태환 화폐로 만드는 것이라고 밝힌 바 있다(중국인민은행 부행장, 외환관리국장).

[그림 9-11] 중국의 대상지역별 무역수지 추이

(단위: USD million)



자료: General Administration of Customs(中國海關統計).

수출주도형 성장모델 포기를 의미하므로 채권시장 개방을 시작으로 10~20년 이상 장기적으로 추진될 전망이다(Eichengreen[2009]). 현재의 홍콩을 위주로 진행되는 위안화 채권시장 개방 및 미니 QFII 등 주식시장 개방정책은 위안화 무역결제를 보조하는 수단으로서 제한적으로 진행되고 있다.

또한 환율 면에서 변동환율제의 도입과 함께 환율변동성을 상쇄할 수 있는 파생금융상품시장의 발달이 선행되어야 하므로, 이를 위하여 상하이 및 홍콩 국제금융센터와 같은 역내외 위안화 거래시장이 활성화될 전망이다. 호주 달러 및 엔화의 국제화 사례에서 보듯이 통화의 국제화를 위해서는 국내 금융시장의 발달과 견실한 경제성장이 필요하다.

또한 간과해서는 안 되는 점은 국제정치 역학적 관계 등의 비경제적 요인이 기축통화 등장을 촉진시키거나 지연시키는 데 중요한 요소라는 사실이다. 변동환율제, 물가안정성, 자본시장 개방 등의 경제적 조건이 충족되더라도 위안화의 완전한 국제화는 점진적으로 진행될 전망이다. 중국정부의 여타 정책 변화 및 국제정치적 합의가 쉽지 않으므로 완전한 수준의 위안화 국제화는 단기간에 달성되기 힘든 목표임에 분명하다(Dobson and Masson [2008]).

위안화 국제화와 관련하여 중국 기업이 무역거래 시 위안화 결제를 할 경우 달러화 결제에 따르는 엄격한 외환관리규정 적용과 복잡한 자금수수 절

차 등이 불필요해진다. 또한 수출입기업의 직접적 거래비용 및 파생상품 거래에 필요한 부대비용 절감뿐만 아니라 환리스크를 직접 낮추는 효과가 있다. 중국계 은행은 단기적으로 외국환 매입 및 매도 수수료 수입 감소가 불가피한 면도 있으나, 위안화 결제 실시에 따른 새로운 수익원 창출 등 영업기회 확대가 가능할 것이다.

위안화 국제화는 국제금융계에서 상하이 및 홍콩의 국제금융 중심지로서의 지위를 격상시키는 효과도 적지 않을 것으로 평가된다. 환율의 경우 결제통화 변경에 따른 위안화 수요 증가로 인해 장기적으로는 위안화 환율 절상요인으로 작용할 전망이다.

2. 한국에 대한 시사점

한국의 원화는 아시아 국가들의 통화보다도 위안화 절상의 영향을 더욱 많이 받는 것으로 나타났다. 결국 중국의 위안화 가치가 상승할 경우, 한국의 원화도 동반 상승할 것으로 예상된다. 위안화 가치 상승의 충격은 원화의 동반 상승으로 인해 어느 정도 상쇄될 수 있지만, 위안화 통화가치 상승은 한국의 수출, FDI, 주식시장 등 금융시장에도 영향을 미치지 않을 수 없다.[39]

우선 중국의 위안화 평가절상이 한국의 수출에 미치는 영향을 대중국 수출과 제3국 수출의 두 가지 경로를 통해 분석한 결과에 따르면, 위안화의 가치 상승으로 인해 한국의 중국에 대한 직접적인 수출은 증가하지만, 중국의 세계시장에 대한 수출 감소로 인해 한국의 대중국 수출에는 부정적인 효과가 나타날 것으로 추정되었다.

또한 중국의 위안화 가치가 상승하면 제3국에 대한 중국의 수출은 감소하는데 감소 크기의 순서는 소비재, 중간재, 자본재 등이다. 다음으로 중국의 제3국으로의 수출이 감소할 경우, 한국의 제3국에 대한 소비재, 중간재 및 자본재의 수출이 증가하는 것으로 나타났다. 그중에서 소비재 수출이 가장 많이 증가하는 것으로 밝혀졌다.

---

39 보다 자세한 실증분석 자료는 김봉한・남수중・허찬국(2008)을 참고할 수 있다.

두 번째, 한국의 FDI에 미치는 영향을 분석한 자료에 따르면, 중국에 대한 FDI가 증가하면 한국으로의 FDI도 유의적으로 증가한다는 결과를 얻었다. 따라서 위안화 가치가 상승하면 중국으로의 FDI 유입이 감소할 가능성이 높고, 이는 한국으로의 FDI 유입에 부정적으로 작용한다는 점을 시사한다. 다국적기업들은 대중국 투자를 수행하는 과정에서 주변 개발도상국들을 중간재 및 자본재의 생산기지로 활용하고 있다는 추정이 가능한 대목이다.

세 번째, 중국 위안화의 가치 상승이 한국의 금융시장에 미치는 영향은 크지 않은 것으로 나타났다. 그러나 향후 중국의 금융시장 개방에 따른 영향은 점차 확대될 것으로 전망된다. 따라서 중국 금융시장 개방과 제도 개혁에 대한 추가적인 연구가 필요하다.

중국정부는 위안화 국제화를 본격적으로 추진하고 있는 것으로 보인다. 글로벌 금융위기 이후 G2로 부상한 중국은 국제사회에서 경제규모에 어울리는 역할 확대를 모색하는 것이다. 위안화의 국제화는 환율 결정 메커니즘이 정부 개입보다는 시장에서 이루어질 가능성을 높일 것이다. 따라서 이런 변화는 위안화 절상 압력이 더욱 확대될 수 있으며, 보다 유연한 환율제도로의 개혁이 가속화된다는 것을 의미한다.

그러나 조기에 위안화가 국제화되기 위해서는 먼저 중국 자본시장의 개방, 변동환율제 및 위안화의 자유 태환성 확보, 선진국 수준의 물가안정성 등의 과제들이 선결조건이다. 이런 선결과제를 보완하지 않는다면 중국정부가 자본시장 완전 개방, 변동환율제 전환 등의 조치들을 당장 전면적으로 실시하기는 어려울 것이다.

다만, 한국과 같은 중소형 개방경제는 기축통화가 2~3개로 분산될 경우, 가장 유리한 통화를 선택할 수 있는 긍정적 측면이 있다. 한·중 간 경제의 존도가 높은 점을 고려할 때, 위안화 무역결제 및 채권시장 수요가 클 것으로 예상되므로 한국의 금융부문은 이에 대한 대비가 필요하다.

중국과의 무역거래가 빈번한 한국 기업들은 환위험 회피 및 환전수수료 절감 등의 장점을 감안하여 위안화 무역결제를 고려할 필요가 있다. 우량기업의 경우 위안화 무역결제 외에도 중국 영업 확대 등 위안화 수요에 대비하여 위안화 회사채 발행을 통한 자금조달계획도 고려해 볼 수 있다.

참고문헌

구기보・황원일, 『한중 양국의 무역결제 시 양국통화결제 연구』, 경제인문사회연구회, 2010.

김봉한・남수중・허찬국, 『중국 위안화 절상 전망과 파급효과 및 대응방안』, 한국경제연구원, 2008.

송원호 외, 『원화국제화 추진에 따른 장단점 비교와 정책적 시사점』, 연구보고서 07-05, 대외경제정책연구원, 2007.

오대원, 「중국의 위안화 국제화 가능성 분석」, 『한중사회과학연구』, 제7권 제3호, 2009, pp.53~81.

오승렬, 「중국 위안화 국제화의 제약요인 연구」, 『중국학연구』, 제53집, 2010, pp.239~271.

조갑제, 「긴축적 평가절하(Contractionary Devaluation) 가설에 대한 연구-한국사례-」, 『응용경제』, 제8권 제1호, 2006.

한국은행, 「위안화의 국제화 추진 현황과 과제」, 『해외경제정보』, 제2010-43호, 2010.

巴曙松 等, 「人民幣實際有效匯率對我國經濟影響的實証分析」, 『財經問題研究』, 第6期, 2009.

巴曙松, 「貨幣運行面臨過剩流動性冲擊」, 『中國金融网』, 2006. 5. 22.

范建軍, 「警惕通脹和重估匯率政策對近十年貨幣政策的歷史回顧」, 『國研報告』, 第178号, 國家發展研究中心金融研究所, 2007.

李成・姜柳, 「当前匯率制度對貨幣政策影響的效應分析」, 『上海金融』, 第3期, 2007.

施建准, 「人民幣升値是緊縮性的嗎?」, 『經濟研究』, 第1期, 2007.

魏巍賢, 「人民幣升値的宏觀經濟影響評价」, 『經濟研究』, 第4期, 2006.

周小川, 「關于改革國際貨幣体系的思考」, 中國人民銀行, 2009. 3. 23

Athukorala, "The Rise of China and East Asian Export Performance: Is the Crowding-Out Fear Warranted?" at the conference on Reforms for Korea's Sustained Growth organised by the East-West Centre and Korea Development Institute, Honolulu, 12-13 July 2007.

Bebczuk, Ricardo N., Ugo Panizza, and Arturo Galindo, "An Evaluation of the Contractionary Devaluation Hypothesis," RES Working Papers 4486, Inter-American Development Bank, Research Department, 2006.

Burgess Simon M. and Mechael M. Knetter, "An International Comparison of Employment Adjustment to Exchange Rate Fluctuations," *Review of International Economics*, 1998, 6(1), pp151~163.

Chen, H. and W. Peng, "The Potential of the Renminbi as an International Currency," *China Economic Issues*, No. 7, Hong Kong Monetary Authority, November 2007.

Chen, H., W. Peng, and C. Shu, "The Potential of the Renminbi as an International Currency," BOK-BIS Seminar in Seoul, 20 March 2009, mimeo.

Chinn, Menzie and Jeffrey Frankel, "Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?" NBER Working Paper, No. 11510, 2005.

Chinn, Menzie and Jeffrey Frankel, "The Euro May over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency," NBER Working Paper, No. 13909, 2008.

Coline, William R. and John Williamson, "Estimates of the Equilibrium Exchange Rate of the Renminni: Is There a Consensus and If Not, Why Not?" in Morris Goldstein and Nicholas R. Lardy (eds.), *Debating China's Exchange Rate Policy*, IIE, 2008.

Devereux, Michael B. and Charles Engel, "Expenditure Switching versus Real Exchange Rate Stabilization: Competing Objectives for Exchange Rate Policy," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 54, 2006.

Dobson, Wendy and Paul R. Masson, "Will the Renminbi Become a World Currency?" *China Economic Review*, Vol. 20, 2008, pp.124~135.

Dunaway, Lamin Leigh, and Xiangmin Li, "How Robust are Estimates of Equilibrium Real Exchange Rates: the Case of China," IMF Working paper, No. 06/220, 2006.

Edwards, Sebastian, "Are Devaluation Contractionary?" *The Review of Economics and Statistics*, 68, 1986, pp.501~508.

Eichengreen, Barry, "The Dollar Dilemma: The World's Top Currency Faces Competition," *Foreign Affairs*, 9/10, 2009.

Eichengreen, B. and H. Tong, "Is PRC's FDI Coming at the Expense of Other Countries?" *Journal of Japanese and International Economics*, Vol. 21, 2007, pp.153~172.

Frankel, Jeffrey, "On the Renminbi: The Choice between Adjustment under a Fixed Exchange Rate and Adjustment under a Flexible Rate," written for a High-Level Seminar on Foreign Exchange System, held in Dalian, China, May 26~27, 2004.

Frankel, J. A. and S. Wei, "Yen Bloc or Dollar Bloc? Exchange Rate Policies of the East Asian Economies," in T. Ito and A. Krueger (eds.), *Macroeconomic Linkages: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows*, NBER-East Asia Seminar on Economics, Vol. 3, University of Chicago Press, 1994.

Frenkel, Roberto, "Real Exchange Rate and Employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico," Paper prepared for the Group of 24, Washington D.C., September 2004.

Flandreau, Marc and Clemens Jobst, "The Empirics of International Currencies- Network Externalities, History and Persistence," *The Economic Journal*, Vol. 119, 2009, pp.643~664.

Gao, H. and Y. Yu, "Internationalization of the Renminbi," BOK-BIS Seminar in Seoul, 19~20 March 2009, mimeo.

Goldberg, Linda S. and Cedric Tille, "Vehicle Currency Use in International Trade," *Journal of International Economics*, Vol. 76, 2008, pp.177~192.

Hsing, Y. and W. J. Hsieh, "Impacts of Monetary, Fiscal and Exchange Rate Policies on Output in China: A VAR Approach," *Economics of Planning*, Vol. 37, 2005, pp.125~139.

Kamin, Steve B. and John H. Rogers, "Output and the Real Exchange Rate in Developing Countries: An Application to Mexico," *Journal of Development Economics*, Elsevier, Vol. 61, No. 1, February 2000.

Kalyoncu, Huseyin, Seyfettin Artan, Selman Tezekici, and Ilhan Ozturk, "Currency Devaluation and Output Growth: An Empirical Evidence from OECD Countries," *International Research Journal of Finance*

and Economics, Issue 14, 2008.

Kamps, Annette, "The Euro as Invoicing Currency in International Trade," Working Paper Series, No. 665, European Central Bank, August 2006.

King, R. G. and R. Levine, "Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, 1993a, pp.513~542.

King R. G. and R. Levine, "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No. 3, 1993b, pp.717~737.

Klein, Michael W., Scott Schuh, and Robert K. Triest, "Job Creation, Job Destruction, and the Real Exchange Rate," NBER Working Papers 7466, National Bureau of Economic Research(Inc.), 2000.

Krugman, Paul, "The International Role of the Dollar: Theory and Prospect," in *Exchange Rate Theory and Practice*, National Bureau of Economic Research Inc., 1984, pp.261~278.

Lebow, David E., "Import Competition and Wages: The Role of the Non-tradable Sector," *The Review of Economics and Statistics* 75(8), 1993, pp.552~558.

Li, Daokui and Linlin Liu, "RMB Internationalization: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Study*, Vol. 11, in Chinese 李稻葵·劉霖林,「人民幣國際化:計量研究及政策分析」,『金融研究』, 第11期, 2008.

Lim, Ewe-Ghee, "The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchnage Reserves) and other Data," IMF Working Paper, WP/06/153, 2006.

Mahmani-Oskooee, Mohsen and Ali M. Kutan, "Are Devaluations Contractionary in Emerging Economies of Eastern Europe?" *Economic Change and Restructuring*, Vol. 41, No. 1, 2008, pp.61~74.

Magendo, I. Igal, "Are Devaluations Really Contractionary?" Working Papers, No. 182, Central Bank of Chile, 2002.

Mehrotra, A. N., "Exchange and Interest Rate Channels during a Deflationary Era: Evidence from Japan, Hong Kong and China," *Journal of Comparative Economics*, 35, 2007, pp.188~210.

Obstfeld, Maurice, Jay C. Shambaugh, and Alan M. Taylor, "The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility," originally prepared for the conference "The Political Economy of Globalization: Can the Past Inform the Present," sponsored by the IIS at Trinity College, Dublin and funded in part by the European Science Foundation, 2002.

Outreville, F. J., "Financial Development, Human Capital and Political Stability," UNCTAD Discussion Papers, No. 142, 1999.

Prasad, Eswar and Raghuram G. Rajan, "Modernizing China's Growth Paradigm," IMF Policy Discussion Paper, PDP 06/3, 2006.

Shi, J., "Are Currency Appreciation Contractionary in China," NBER Working Paper, No. 12551, 2006.

Shu, Chang and Raymond Yip, "Impact of Exchange Rate Movements on the Mainland Economy," *China Economy Issues*, No.3-06, July 2006.

Sun Dong, Jingqi Sun, and Pinglin He, *RMB Revaluaton, NDF and Chinese Capital Market*, IEEE, 2009.

Wei dong, "The Role of Expenditure Switching in the Global Imbalance Adjustment," Bank of Canada Working Paper, 2010-16, 2010.

_____, "Expenditure-Switching Effect and the Choice of Exchange Rate Regime," Bank of Canada Working Paper, 2007-54, November 2007.

Yang, Tracy and Jamus Jerome Lim, "Competitive Devaluations—Bitter Pill or Bad Medicine?: The Case of Thailand," *ASEAN Economic Bulletin*, Vol. 21, No. 2, 2004, pp.213~233.

Yu, Yongding, "Ten Years after the Asian Financial Crisis: The Fragility and Strength of China's Financial System," *IDS Bulletin*, Vol. 38, No. 4, July 2007.

제10장

핫머니 유출입에 따른 중국 외환시장의 불안정화 가능성

이 진 수 (KDI 국제정책대학원)

제1절 서 론

최근 우리 경제는 중국경제와 밀접한 관계를 보이고 있다. 중국이 세계의 공장으로 전 세계의 수출에서 차지하는 비중이 급격히 증가하는 가운데, 우리나라로부터의 중간재 수입이 증가하는 등 양국 간의 무역규모가 급격히 증가하였다. 이에 따라 중국은 2004년 이후 우리나라의 최대 무역상대국이 되었는데, 2010년 중국과 우리나라 간 무역규모는 1,884억달러로서 이는 우리나라와의 무역규모가 두 번째로 큰 일본(925억달러)에 비해 약 두 배나 큰 규모이다.[1] 또한 우리나라는 중국과의 무역에서 대규모 흑자를 시현하고 있는데, 2010년의 경우 중국으로부터의 무역수지 흑자는 453억달러에 달했다.[2]

이처럼 우리 경제와 중국경제의 관계가 밀접해짐에 따라 중국경제의 변화는 우리 경제에 직접적으로 큰 영향을 미치고 있다. 따라서 우리나라의 정

1 한국은행, 경제통계시스템.

2 중국의 수출이 증가할 경우 중간재를 중심으로 우리나라의 중국으로의 순수출 규모가 커지기 때문에 중국의 경제성장은 우리 경제에 긍정적인 기여를 하고 있는 것으로 평가된다. 예컨대 Arora and Vamvakidis(2010)에 의하면 우리나라의 중국에의 순수출은 2001~08년 기간 중 우리나라 GDP 성장률을 연평균 0.26%p 상승시킨 것으로 분석되었다.

부 및 기업으로서는 중국경제의 동향 및 전망을 면밀히 검토하고 이에 대한 우리 경제의 대응방향을 논의할 필요가 더욱 커지고 있다.

본 보고서는 이러한 논의의 일환으로 최근 중국경제에 대한 위협요인 중 하나로 언급되고 있는 핫머니의 유출입에 따른 중국 외환시장의 불안정화 가능성에 대해 검토해 보고자 한다.

핫머니는 통상 국가 간의 이자율 차이 또는 환율 변화 예상 등에 따라 단기간에 이득을 얻을 목적으로 이동하는 투기성 자금을 말한다.[3] 핫머니가 유입될 경우 자국통화의 가치가 급격히 상승하여 수출에 부정적인 영향을 미치는 한편, 유동성이 풍부해진 개인 및 기업들의 소비와 투자가 비정상적으로 증가하고 국내 유동성의 증가에 따라 주식 및 부동산 시장 등 자산시장이 과열될 가능성이 있다. 한편, 핫머니가 갑자기 유출될 경우에는 자국통화 가치와 자산가격이 급락하고 경제주체들의 소비와 투자가 급격히 감소함에 따라 경제 전체에 위기가 초래될 수도 있다.[4]

만일 핫머니의 유출입에 따라 중국의 외환시장이 불안정해지고[5] 더 나아가 중국경제의 성장까지 둔화된다면, 이는 우리나라의 중국에 대한 순수출의 감소로 이어져 직접적으로 우리 경제에 부정적인 영향을 줄 것으로 예상된다. 또한 우리나라는 중국과 지리적·경제적으로 밀접한 관계에 있기 때문에 중국경제가 불안정해질 경우 그에 따른 부정적인 전염효과(contagion effect)도 다른 국가들에 비해 더욱 크게 나타날 것으로 판단된다.

그러므로 핫머니의 유출입에 따라 중국의 외환시장이 불안정해질 가능성은 일차적으로 중국의 문제이지만, 정부와 기업을 포함한 우리나라의 경제주체들에도 함의가 있는 문제라고 할 수 있다.

이러한 배경을 바탕으로 본 장에서는 핫머니의 유출입에 따른 중국 외환

---

3 Martin and Morrison(2008).

4 Becker *et al.*(2007)에 의하면 상대적으로 자본시장이 개방된 신흥시장의 경우 소득감소를 초래하는 금융 및 거시 충격들 중에서 외국자본의 갑작스러운 유입 중지에 따른 충격이 국내총생산의 감소로 이어질 가능성이 가장 높고, 국내총생산의 감소 규모도 가장 큰 것으로 나타났다.

5 본 장에서는 외환위기에 대한 기존 연구들(Kaminsky, Lizondo, and Reinhart[1998]; Edison[2003])을 반영하여 환율의 급격한 변화 또는 외환보유액의 급격한 감소 등이 있을 경우 외환시장이 불안정한 것으로 정의한다.

시장의 불안정화 가능성에 대해 검토하는데, 이하 제2절에서는 중국의 핫머니 유출입에 대한 기존의 논의들을 살펴보고 제3절에서는 중국의 현재 외환관리제도를 고찰한 다음, 제4절에서는 중국의 국제수지 추이로 본 핫머니의 대규모 유출입 가능성에 대해 논의한다. 그리고 마지막 제5절에서는 핫머니 유출입에 따른 중국 외환시장의 불안정화 가능성에 대해 평가한다.

제2절 중국의 핫머니 유출입에 대한 기존 논의

1. 중국으로의 핫머니 유입 이유

중국으로 핫머니가 유입된다는 논의들에 따르면, 중국으로 핫머니가 유입되는 이유로서 (1) 중국의 이자율이 국제금리에 비해 상대적으로 높고,[6] (2) 중국 위안화가 저평가되어 있어 향후 평가절상이 예상되며,[7] (3) 중국의 주식 및 부동산 시장에 대한 예상 투자수익이 높다는 점[8] 등을 들고 있다.

[그림 10-1]은 중국의 대표적인 은행 간 금리인 CHIBOR(China Interbank Offered Rate)[9] 3개월물과 미 달러화 LIBOR(London Interbank Offered Rate) 3개월물의 추이를 보여주고 있는데, 2008년 이후에는 CHIBOR가 LIBOR에 비해 높은 수준이며 최근에 와서는 두 금리 간 차이가 4~5%p까지 달하고 있다. 따라서 이러한 큰 금리차에 따라 단기수익을 추구하는 핫머니가

---

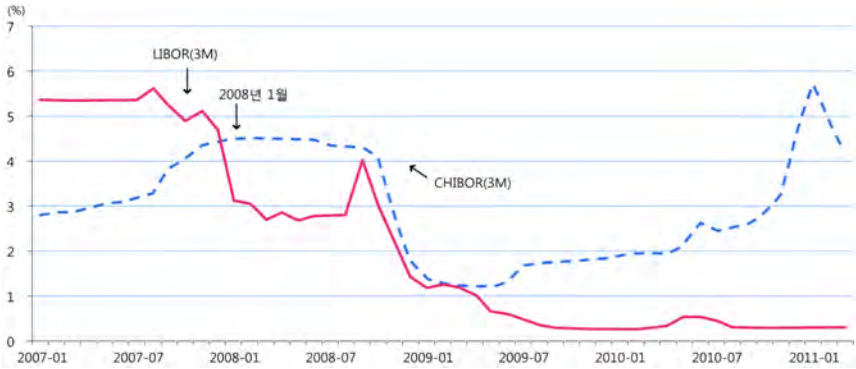
6 문정희(2008), 표민찬(2008), Huang(2010), Martin and Morrison(2008), Tsuyuguchi (2009), Wall Street Journal(July 6, 2010).

7 문정희(2008), 표민찬(2008), Huang(2010), Martin and Morrison(2008), Tsuyuguchi (2009), Wall Street Journal(July 6, 2010). 특히, Huang(2010)은 중국으로 핫머니가 유입하는 가장 중요한 요인으로 위안화 평가절상 예상을 들고 있다.

8 문정희(2008), 표민찬(2008), Wall Street Journal(July 6, 2010). 한편, Huang(2010)은 중국의 경우 주식 및 부동산 시장이 핫머니 유입에 미친 영향은 크지 않은 것으로 평가하였다.

9 Anderson(2009)에 의하면 중국의 중앙은행인 중국인민은행이 기준율이나 재할인율에 의거하여 시장개입을 하는 경우가 거의 없기 때문에 중국인민은행의 기준율이나 재할인율은 단기 금융시장의 상황을 나타내는 금리로서 적절치 않은 반면, 은행 간 금리인 CHIBOR는 실제 자금수급상황을 반영하여 금융시장에서 결정되므로 단기 금융시장의 상황을 나타내는 금리로서 이용될 수 있다고 주장한다.

[그림 10-1] 중국은행 간 금리(CHIBOR)와 런던은행 간 금리(LIBOR) 추이



자료: CEIC(CHIBOR); 한국은행(LIBOR).

중국으로 유입될 가능성이 있다.

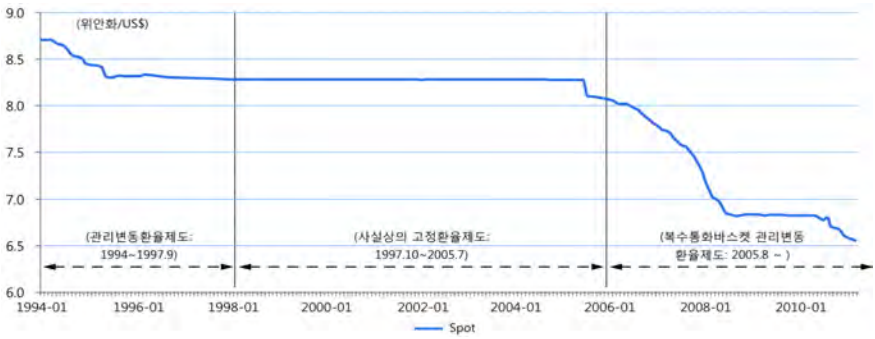
한편, 중국이 2005년 7월 복수통화바스켓제도를 채택한다고 발표[10]한 이후 위안화는 2008년 6월까지 달러화에 대해 완만한 강세를 시현하였으나(그림 10-2 참조), 동 기간 중 비결제선물환(Non-Deliverable Forwards: NDF) 환율이 위안화 현물환율보다 낮게 형성되었다는 것은(그림 10-3 참조) 시장참가자들이 향후 위안화의 추가 절상을 예상하였다는 것으로 해석될 수 있다.[11] 이러한 위안화의 추가 절상에 대한 기대를 배경으로 중국으로의 핫머니 유입이 초래되었다는 것이다.

지금까지 살펴본 중국의 현물환율과 3개월 만기 NDF 환율, CHIBOR와 LIBOR 3개월물 금리를 이용할 경우 무위험 수익을 얻을 수 있는 재정거래(arbitrage trading)를 할 수 있다. [그림 10-4]는 3개월 LIBOR로 조달한 달러자금을 외환시장에서 현물환율을 적용하여 위안화로 환전한 다음 CHIBOR로 3개월간 운용하고 동 원리금을 3개월 만기 NDF 환율을 적용하여 달러화로 재환전할 경우에 얻을 수 있는 무위험 수익률을 보여주고 있다. [그림 10-4]에 의하면 2007년 9월부터 2008년 8월까지와 2009년 3월 이후의

10 중국 환율제도의 변천에 대해서는 이창영(2009) 참조.

11 위안화의 저평가에 대한 최근 논의들에 대해서는 Cheung, Chinn, and Fujii(2010)와 Morrison and Labonte(2010) 참조.

[그림 10-2] 중국 위안화의 대미달러 환율 추이



자료: CEIC.

[그림 10-3] 중국 위안화의 현물환율 및 NDF 환율 추이



자료: CEIC(Spot); 데이터스트림(NDF).

[그림 10-4] 재정수익 추이(달러화 현물매도와 선물매입 시)



주: 환율 및 금리 자료를 이용하여 저자 계산.

시기에는 달러화 현물매도와 선물매입을 하는 재정거래를 통해 양(+)의 수익을 얻을 수 있었다. 따라서 동 기간들 중에는 달러화 현물매도와 선물매입을 하는 재정거래를 통해 단기수익을 얻고자 핫머니가 중국 내로 유입했을 가능성이 있다.

동 기간들 중 달러화 현물매도와 선물매입을 하는 재정거래 수익의 원천을 보면, 2008년 상반기에는 내외금리차와 환율절상률이 비슷한 정도로 재정거래 수익에 기여하였으나, 2009년 상반기 이후에는 대부분의 재정거래 수익이 내외금리차에 기인했던 것으로 나타났다.

한편, 달러화 현물매도와 선물매입을 하는 재정거래 수익이 음(−)이었던 기간, 즉 2007년 1월부터 8월까지와 2008년 9월부터 2009년 2월까지에는 반대로 달러화 현물매입과 선물매도를 하는 재정거래의 수익이 양(+)이 되기 때문에 핫머니가 해외로 유출되었을 가능성이 있다.

또한 중국의 주식과 부동산으로부터 높은 수익을 얻을 것으로 기대하여 중국으로 핫머니가 유입되었을 가능성이 있다.[12] 주식의 경우, 중국 상하이 종합지수는 2005년 5월 말 1,060.74에서 2007년 10월 말 5,954.77로 급상승하였다가, 금융위기 과정에서 하락하여 2008년 10월 말에는 1,728.79까지 하락하였다. 이어 2009년 중반까지는 다시 상승세를 보였으나 이후에는 보합세를 나타내고 있다(그림 10-5 참조).

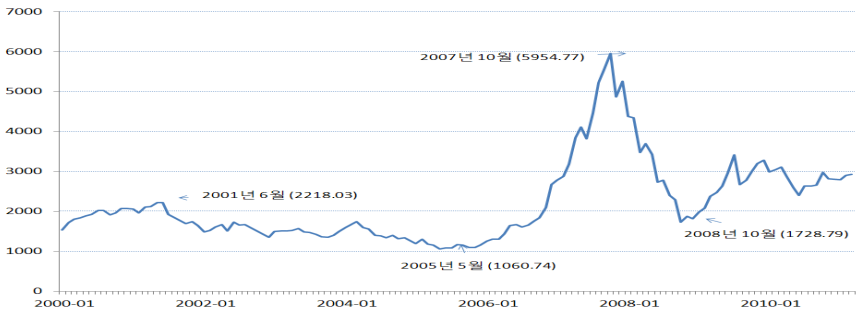
부동산의 경우 가격지수는 전반적으로 상승세를 지속하였다. 2005년 하반기 이후를 살펴보면 2008년 10월부터 2009년 6월까지의 짧은 기간을 제외하고는 전 기간에 걸쳐 부동산 가격지수는 상승세를 보였다(그림 10-6과 그림 10-7 참조). 부동산가격이 크게 상승하는 경우에는 상승폭이 전년대비 10% 이상에 달함에 따라 단기간에 고수익을 추구하는 핫머니가 중국의 부동산시장에 유입될 가능성이 있다는 것이다.

이러한 중국으로의 핫머니 유입은 금융위기를 수습하는 과정에서 세계적으로

---

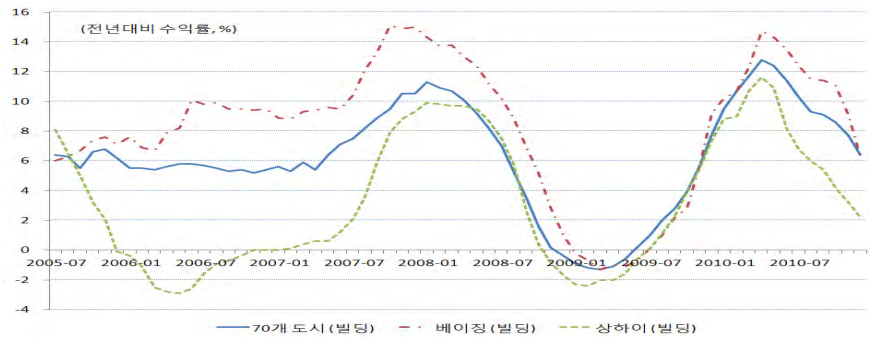
12 이와는 반대로 핫머니가 중국 주식 및 부동산 시장으로 유입되어 이들 자산가격 상승이 초래되었을 가능성도 있다(Martin and Morrison[2008]). 이와 관련하여 Guo and Huang (2010)은 중국으로의 핫머니 유입에 따라 중국 내 자산가격이 상승하고 그 변동성도 확대되었다고 주장하였다.

[그림 10-5] 중국 상하이 종합주가지수 추이



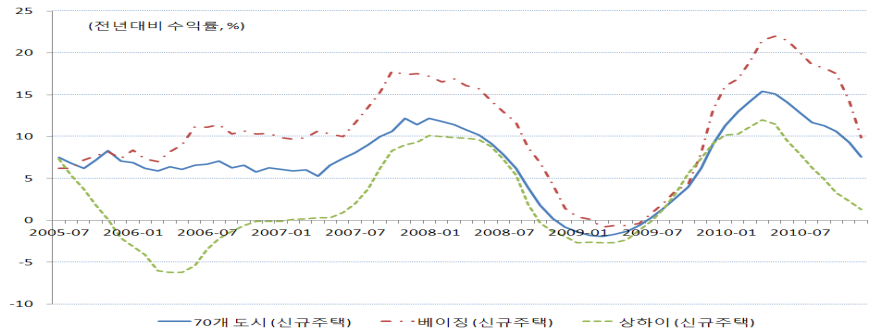
자료: CEIC.

[그림 10-6] 중국의 상업용 건물 가격지수 상승률(전년대비) 추이



자료: CEIC.

[그림 10-7] 중국의 신규주택 가격지수 상승률(전년대비) 추이



자료: CEIC.

유동성이 증가함에 따라 더욱 가속화될 것이라는 우려가 있다. 특히, 미연준이 2010년 11월에 발표한 양적완화정책(Quantitative Easing)[13]으로 달러화 유동성이 더욱 풍부해지고 이러한 유동성이 중국 등 신흥시장국으로 유입될 가능성이 있다는 것이다.[14]

2. 기존 방법에 의한 중국의 핫머니 유출입 규모 추정

핫머니는 국가 간의 이자율 차이 또는 환율 변화 예상 등에 따라 단기간에 이득을 얻을 목적으로 이동하는 투기성 자금으로 정의할 수 있으나, 구체적으로 어떠한 자금이 단기 수익을 목적으로 유출입하는 투기성 자금인가를 판별하는 것은 어렵다. 따라서 핫머니의 유출입 규모를 측정하기 위해 일반적으로 규정된 방법은 없으나 관행상 (1) 국제수지상의 오차 및 누락 항목으로 핫머니를 추정하는 방법,[15] (2) 국제수지상의 오차 및 누락 항목에 주식 및 채권 등 증권투자에 따른 자본수지를 더하여 추정하는 방법,[16] (3) 외환보유액 증감액에서 경상수지 및 순 해외직접투자액을 차감하여 추정하는 방법[17] 등이 이용되고 있다.

이러한 세 방법 중 가장 널리 이용되는 것은 세 번째 방법으로 외환보유액 증감에서 자본거래와 관련이 없는 경상수지와 일반적으로 장기로 투자된다고 추정되는 해외직접투자의 증감액을 차감하여 핫머니의 유출입 규모를 추정하는 방법인데, 세 방법 중 가장 포괄범위가 넓다고 할 수 있다.[18]

한편, 중국의 외환관리를 담당하고 있는 중국 국가외환관리국(State

---

13 2010년 11월에 발표된 소위 미연준의 QE2에 대해서는 한국은행(2010) 참조.

14 중국 국가외환관리국의 정책담당자도 2011년 1월에 있었던 중국 언론과의 인터뷰에서 미연준의 양적완화정책으로 투기성 자금이 추가로 유입될 가능성에 대해 언급하고 있다(Liu Wei, Director-General of the General Affairs Department of the SAFE Commenting on Hot Money Issues in an Interview with Century Weekly, January 2011).

15 Prasad and Wei(2005).

16 Liang, Ouyang, and Willett(2009).

17 Guo and Huang(2010), Huang(2010), Martin and Morrison(2008), Tsuyuguchi(2009).

18 세 번째 방법으로 핫머니를 추정할 경우 핫머니의 범주에 증권투자에 따른 자본수지, 기타 자본거래 수지, 오차 및 누락 등이 포함된다.

Administration of Foreign Exchange: SAFE)은 2011년 2월에 간행된 중국의 국제 간 외환거래에 대한 보고서에서 중국의 핫머니 유출입 추정 규모를 발표하였다. 중국 국가외환관리국은 외환보유액의 증감액에서 경상수지, 순 해외직접투자액, 해외투자수익, 중국 기업의 주식 해외상장에 따른 외환유입액 등을 차감하여 핫머니의 유출입 규모를 추정하였다.

〈표 10-1〉과 [그림 10-8]에서는 위의 네 방법으로 추정된 연도별 중국의 핫머니 유출입 규모를 나타내었는데, 중국의 핫머니 유출입 규모는 추정방법에 따라 크게 다르게 나타난다. 예컨대, 2009년의 경우 오차 및 누락과 오차 및 누락 항목에 증권투자 항목을 더하여 핫머니를 추정한 경우에는 각각 435억달러와 48억달러가 중국으로부터 해외로 유출된 것으로 나타나는 반면, 외환보유액 증감액에서 경상수지 및 순 해외직접투자액을 차감하여 핫머니를 추정한 경우와 중국 국가외환관리국의 추정치에 의하면 오히려 각각 670억달러 및 291억달러의 핫머니가 중국으로 유입된 것으로 나타난다.

다음으로는 제2절의 1에서 살펴본 핫머니 유출입 요인들이 실제로 중국으로의 핫머니 유출입 규모에 영향을 주었는지를 살펴보기 위해 중국의 반기(semi-annual period)별 국제수지 자료[19]를 이용하여 추정한 핫머니 유출입 규모들과 각 유출입 요인 간의 관계를 살펴보았다.[20] 각 유출입 요인에 해당하는 수익률이 양(+)인 경우 핫머니가 유입되고 동 수익률이 음(-)인 경우 핫머니가 유출되었다면 각 유출입 요인들이 핫머니 유출입에 영향을 주었다고 할 수 있겠다. 동 분석을 위해 각 유출입 요인별로 2000~10년의 기간 중 이용 가능한 모든 반기자료를 이용하였다.[21]

[그림 10-9], [그림 10-10], [그림 10-11]에서는 각각 반기별 재정수익률, 상하이 주가지수 수익률, 부동산 수익률과 핫머니 유출입 규모의 추이를

---

19 중국의 국제수지통계는 중국 국가외환관리국에서 작성·공표하고 있는데, 반기별 국제수지통계는 1998년 상반기 이후, 분기별 국제수지통계는 2010년 1사분기 이후의 자료만이 공표되어 있으며 월별 국제수지통계는 공표되고 있지 않다.

20 중국 국가외환관리국의 핫머니 추정치는 연단위로만 발표되었으므로 이하의 분석에서는 제외하였다.

21 저자가 자료를 이용할 수 있는 시기는 재정수익률의 경우 2007년 상반기 이후, 상하이 주가지수 수익률은 2000년 상반기 이후, 부동산 수익률은 2005년 하반기 이후이다.

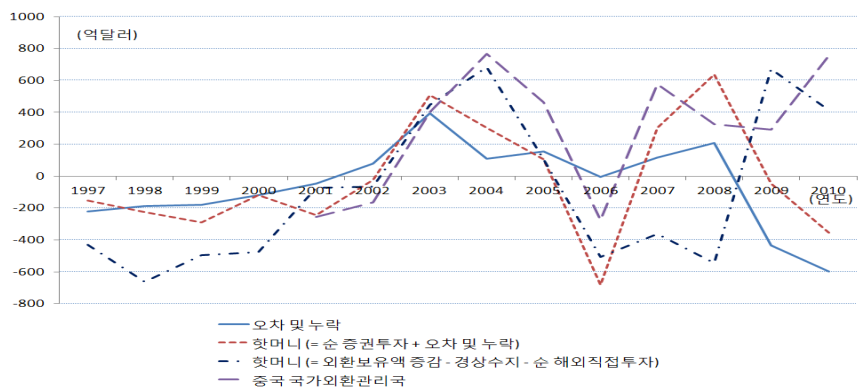
〈표 10-1〉 기존 방법에 의한 연도별 중국의 핫머니 유출입 규모 추정

(단위: 억달러)

	핫머니 추정방법			
	오차 및 누락	오차 및 누락 + 순 증권투자	외환보유액 증감 − 경상수지 − 순 해외직접투자	중국 국가외환관리국 추정치
1997	−223	−153	−429	–
1998	−187	−225	−662	–
1999	−178	−290	−496	–
2000	−119	−119	−475	–
2001	−49	−243	−74	−257
2002	78	−25	−67	−163
2003	393	507	448	403
2004	107	304	683	768
2005	155	105	106	463
2006	−6	−682	−508	−273
2007	116	303	−364	577
2008	209	636	−546	326
2009	−435	−48	670	291
2010	−597	−356	414	755

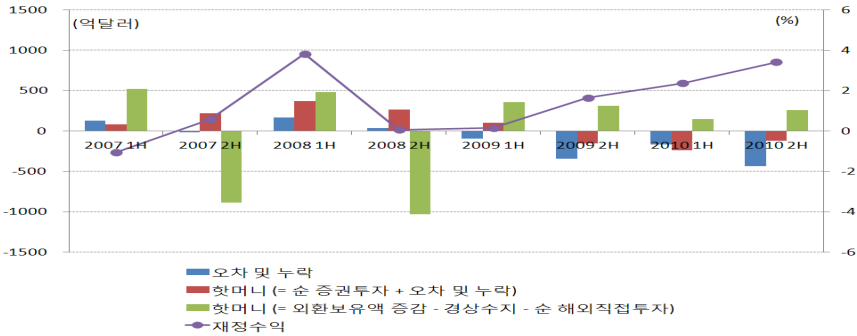
자료: CEIC, 중국 국가외환관리국.

[그림 10-8] 기존 방법에 의한 연도별 중국의 핫머니 유출입 규모 추정



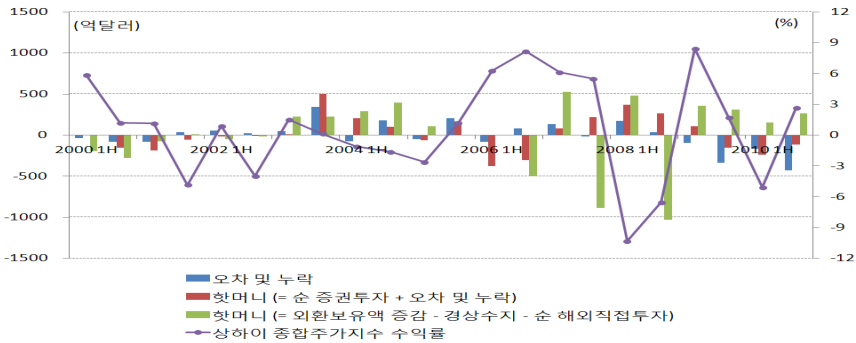
자료: CEIC, 중국 국가외환관리국.

[그림 10-9] 반기별 재정수익률과 핫머니 유출입 추정규모 추이



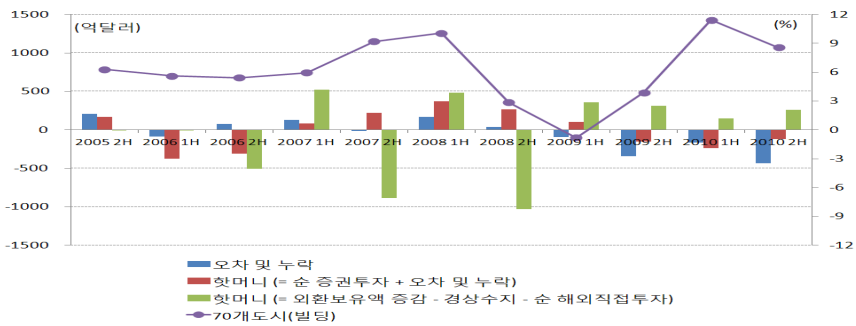
자료: CEIC.

[그림 10-10] 반기별 상하이 주가지수 수익률과 핫머니 유출입 추정규모 추이



자료: CEIC.

[그림 10-11] 반기별 부동산 수익률과 핫머니 유출입 추정규모 추이



자료: CEIC.

〈표 10-2〉 중국의 핫머니 유출입 요인별 수익률과 핫머니 추정규모의 상관관계 (반기 자료 이용)

	핫머니 추정방법		
	오차 및 누락	오차 및 누락 + 순 증권투자	외환보유액 증감 − 경상수지 − 순 해외직접투자
재정 수익률 (2007~10년)	−0.368 (0.369)	−0.181 (0.668)	0.310 (0.455)
상하이 주가지수 수익률 (2000~10년)	−0.176 (0.432)	−0.331 (0.133)	−0.077 (0.735)
부동산 수익률 (2005년 하반기~2010년)	0.007 (0.983)	−0.029 (0.933)	0.057 (0.867)

주: ( ) 안의 수치는 p-value.
자료: CEIC; 한국은행(LIBOR); 데이터스트림(NDF) 등의 자료를 이용하여 저자 계산.

나타내었다. 그런데 이들 그림에서 공통적으로 나타나는 것은 각 수익률의 부호와 핫머니 유출입 간에 일정한 패턴을 파악하기 어렵다는 것이다. 예컨대, 2007년 상반기의 경우 재정수익률이 음(−)이었으나 본 절의 세 방법으로 추정해 볼 때, 핫머니는 예상과 달리 모두 유입된 것으로 나타났다. 반면, 2008년 상반기의 경우에는 재정수익률이 양(+)이고 세 방법으로 추정해 볼 때 핫머니는 예상대로 모두 유입된 것으로 나타났다. 주가 수익률과 부동산 수익률의 경우에도 각 수익률의 부호와 핫머니 유출입 간에 일정한 패턴을 보이지 않는다.

〈표 10-2〉에는 중국의 핫머니 유출입 요인별 수익률과 핫머니 유출입 추정 규모 간의 상관관계를 나타내었는데, 핫머니 유출입 요인들이 중국으로의 핫머니 유출입 규모에 영향을 주었을 경우에는 상관계수가 양(+)으로 나타날 것이 예상된다. 그런데 〈표 10-2〉의 9개 상관계수 중 6개는 음(−)이고 3개만이 양(+)이다. 게다가 모든 상관계수의 p-value가 0.1보다 크기 때문에 통상적인 유의수준하에서 기존 논의된 핫머니 유출입 요인들과 중국의 핫머니 유출입 규모 간에 아무런 상관관계가 없다는 결론을 내릴 수 있다.

이와 같이 기존에 논의된 핫머니 유출입 요인들이 중국의 핫머니 유출입 규모를 설명하지 못하는 것은 자료의 제약 때문일 가능성[22]이 있지만, 중국

의 외환거래에 대한 제약 때문일 가능성도 배제할 수 없다. 즉, 기존의 핫머니 유출입 규모에 대한 추정방법은 대외 증권거래 등과 관련된 외환 및 자본 거래에 제한이 없거나 적은 경우를 가정하고 있으나, 중국에서는 외환 및 자본 거래에 상당한 제한이 있으므로 기존에 논의된 핫머니 유출입 요인들이 중국의 핫머니 유출입 규모를 설명하지 못하는 것일 수도 있다는 것이다. 예컨대, 달러화를 현물로 매도하고 선물로 매입하는 재정거래를 할 수 있다면 양(+)의 수익률을 얻을 수 있지만, 중국 정책당국의 외환 및 자본 거래에 대한 통제로 투자자들이 실제로는 달러화의 현물매도 및 선물매입을 하지 못할 수 있다는 것이다.

한편, 아직까지 중국의 외환 및 자본 거래에는 제한이 많이 있으므로 외환 및 자본 거래가 자유화된 국가에서 통용되는 핫머니의 추정방법이 중국에는 적용되기 어려울 가능성도 배제할 수 없다. 따라서 핫머니의 유출입에 따라 중국의 외환시장이 불안정해질 가능성을 살펴보기 위해서는 먼저 기존 중국의 외환관리제도를 고려하여 단기적으로 유출입이 가능한 자금의 성격과 규모를 파악하는 것이 필요하다.

제3절 중국의 외환관리제도[23]

1. 중국의 경상거래 관련 외환관리제도

중국은 1996년 IMF 8조국으로 이행하면서 원칙적으로 경상거래와 관련된 외환거래를 자유화하였다. 수출입기업은 중국 국가외환관리국의 승인을 받아 외국환 지정은행에 경상거래에 이용할 목적으로 외환계좌를 개설하고, 이를 통해 외환을 수취 또는 지급한다. 수출입기업은 경상거래로 취득한 외

---

22 본 절의 분석에서는 자료의 제약상 반기별 자료가 사용되었는데, 분기별 또는 월별 자료를 이용할 수 있는 경우에는 기존에 논의된 핫머니 유출입 요인들이 중국으로의 핫머니 유출입 규모를 설명할 가능성이 있다.

23 중국 국가외환관리국 홈페이지, 이창영(2009), Herd, Hill, and Pigott(2010), OECD(2010), Ni(2009), Yu(2010) 등을 참고하여 기존 중국 외환관리제도의 내용을 정리하였다.

화를 기업의 운영에 사용하기 위해 보유할 수 있다. 경상거래와 관련된 외환거래는 '실수요'가 있는 경우에 한정되는데, 은행은 수출입기업의 거래가 실수요에 의한 것인가를 확인하고 이에 따라 외환의 수령과 지급이 적절히 이루어지는가를 확인할 의무가 있다.[24] 국가외환관리국은 금융기관이 이러한 의무를 잘 이행하고 있는지 여부를 검사하고 감독하는데, 경상거래와 관련된 외환의 지급과 수령을 모니터링하고 분석하는 한편 실거래 원칙을 위반하는 불법적인 외환의 지급과 수령 여부를 조사하고 위반 시 처벌한다.

2. 중국의 자본거래 관련 외환관리제도

일반적으로 중국의 자본거래와 관련하여 외화와 환전된 위안화는 관련 감독당국과 외환감독기관이 승인한 목적으로만 사용해야 한다. 국가외환관리국 등 외환감독기관은 자본거래와 관련하여 외화 및 위안화의 자금흐름을 감독하고 검사할 수 있는 권한을 갖는다. 이하에서는 직접투자, 주식 및 채권 투자, 기타 자본거래에 대한 중국의 외환관리제도를 살펴본다.

가. 중국의 직접투자 관련 외환관리제도

외국기업의 중국 내 직접투자는 원칙적으로 자유화되었으나 외국인 투자기업의 자본금 등 투자자금은 국가외환관리국이 지정한 외국환은행의 자본항목 전용외환계좌를 통해서 관리된다. 외국인 투자기업은 국가외환관리국의 사전승인을 받은 후에야 자본금을 인출할 수 있으며, 투자 청산 및 과실송금 시에도 국가외환관리국의 승인이 필요하다. 외국인 투자기업은 연 1회 정기 검사를 받아야 한다.

한편, 중국의 정책당국은 최근 외환의 유입 증가를 배경으로 중국 기업의 해외직접투자를 장려하는 走出去(중국의 해외투자전략) 전략을 추구하고 있다. 중국 기업이 해외직접투자를 하기 위해서는 사전에 국가발전개혁위원회

---

24 중국 외환관리규정(국무원령 532호, 2008년 8월 1일) 제12조.

와 상무부의 허가를 받고 기업 소재지의 국가외환관리국에 보고하여야 한다. 해외직접투자기업은 연 1회 정기 검사를 받아야 한다.

나. 중국의 증권투자 관련 외환관리제도

해외투자자는 적격해외기관투자자(Qualified Foreign Institutional Investors: QFII)제도를 통해 중국 감독당국이 허용하는 범위 내에서 거래소에서 거래되는 주식 및 채권 등의 증권에 투자할 수 있다.

주식의 경우, 적격해외기관투자자는 중국 당국으로부터 승인받은 한도 내에서 중국의 A주 시장에 투자하거나, 제한 없이 중국의 B주 시장에 투자할 수 있다. A주는 상해 또는 심천 증권거래소에서 거래되는 중국 기업 주식으로 위안화로 매매가 이루어지는데, 중국 투자자 및 적격해외기관투자자가 투자할 수 있다. B주는 상해 또는 심천 증권거래소에서 거래되는 중국 기업 주식으로 외화로 매매가 이루어지는데, 외국인투자자 및 외화를 보유한 중국 투자자가 투자할 수 있다.

또한 해외투자자는 적격해외기관투자자제도를 통해 거래소에서 거래되는 채권 등에도 투자할 수 있다. 그러나 적격해외기관투자자는 부동산에는 투자할 수 없다.[25]

적격해외기관투자자의 주식 및 채권 등에 대한 증권투자는 중국의 감독당국으로부터 사전 승인받은 한도 내에서 이루어져야 한다. 적격해외기관투자자제도는 2002년에 도입되었는데, 도입 당시 전체 적격해외기관투자자의 총투자한도는 100억달러였으나 2007년 말에는 300억달러로 증가되었다.[26] 총투자한도 내에서 국가외환관리국은 투자자별로 한도를 정하는데 2010년 말 현재 97개 기관이 적격해외기관투자자로 인증을 받았으며 이들 97개 기관의 총한도금액 합계는 197.2억달러이다.[27]

적격해외기관투자자는 외국환은행에 투자 관련 전용계좌를 개설하여 동

---

25 OECD(2010).
26 OECD(2010).
27 중국 국가외환관리국.

〈표 10-3〉 해외투자자가 투자할 수 있는 중국 주식 유형

주식 유형	설 명
A주	상해 또는 심천 증권거래소에서 거래되는 중국 기업 주식으로 위안화로 매매가 이루어지는데, 중국투자자 및 적격해외기관투자자가 투자할 수 있음.
B주	상해 또는 심천 증권거래소에서 거래되는 중국 기업 주식으로 외화로 매매가 이루어지는데, 외국인투자자 및 외화를 보유한 중국투자자가 투자할 수 있음.

계좌를 통해서만 투자자금을 입출금해야 하며, 최대 세 개까지의 증권회사 또는 투자관리회사를 지정하고 동 지정 회사들을 통해서만 거래소에 상장되어 있는 주식과 채권 등을 매매할 수 있다.[28]

한편, 중국 정책당국은 해외기관투자자들의 장기 투자를 장려하고 급작스러운 자본유출을 억제할 목적으로 일정 기간 동안 투자액을 해외로 유출할 수 없도록 제한(lockup period)하는 제도를 운용하고 있다. 동 제도가 도입된 2002년 당시 유출제한기간은 투자 시로부터 3년이었으나 2006년부터 제한이 완화되기 시작하였으며, 2008년 6월부터는 은행은 1년, 보험회사, 연기금, 뮤추얼펀드 등은 3개월로 유출제한기간이 축소되었다.[29]

중국 거주자의 해외증권투자의 경우 개인 및 기관의 직접투자는 허용되지 않으나 이들은 적격국내기관투자자(Qualified Domestic Institutional Investors: QDII)제도를 통해 간접적으로 해외증권에 투자할 수 있다. 적격국내기관투자자제도는 2002년에 도입되었는데, 도입 당시 적격국내기관투자자는 해외채권에만 투자할 수 있었으나 2007년 투자범위가 해외주식으로 확대되었다. 2010년 말 현재 88개 기관이 적격해외기관투자자로 인증을 받았으며, 이들 88개 기관의 총한도금액의 합계는 683.6억달러이다.[30]

적격국내기관투자자는 국내 외국환은행에 투자 관련 전용계좌를 개설하여

---

28 Ni(2009).
29 OECD(2010).
30 중국 국가외환관리국.

동 계좌를 통해서만 투자해야 하는데, 국내 외국환은행은 감독당국으로부터 적격하다고 인정된 외국 금융기관만을 해외수탁기관(foreign custodian)으로 이용할 수 있다.[31]

국가외환관리국에서 적격국내기관투자자를 감독하며, 적격국내기관투자자는 매달 국가외환관리국에 투자내역을 보고하여야 한다.

다. 중국의 기타 자본거래 관련 외환관리제도

중국은 대외차입, 연지급, 무역신용, 국내 금융기관의 해외예금 수취 등 대외채무의 증가와 관련된 기타 자본거래에 대해서도 엄격히 관리하고 있다. 예컨대, 중국의 금융기관 또는 기업이 외국으로부터 중장기 외채를 도입하기 위해서는 국가발전개혁위원회와 국가외환관리국의 승인을 받아야 한다. 단기외채에 대해서는 중국인민은행이 총규모를 설정하고, 동 규모 내에서 국가외환관리국이 금융기관 및 기업별로 한도를 배정한다.

한편, 중국 금융기관 및 기업은 사전승인을 받을 경우에 한해 해외에서 주식을 상장하거나 채권을 발행하여 자금을 모집하고, 동 자금을 중국 국내로 반입하여 사용할 수 있다. 또한 중국 감독당국은 금융기관의 외환 운용과 관련하여 외화 자산 및 부채의 차이를 일정 한도 내에서 제한하는 포지션 관리를 실시하고 있다.[32]

제4절 중국의 국제수지 추이로 본 핫머니의 대규모 유출입 가능성

제4절에서는 현재 중국의 외환관리제도를 감안하여 중국의 국제수지 추이를 살펴봄으로써, 중국의 핫머니 유출입이 어떠한 경로를 통해 이루어질

---

31 Ni(2009).

32 중국 외환관리규정(국무원령 532호, 2008년 8월 1일) 제25조.

것인가에 대해 검토한다. 이러한 검토를 바탕으로 중국에서 대규모로 핫머니 유출입이 이루어질 가능성과 핫머니 유출입으로 인해 중국의 외환시장이 불안정해질 가능성에 대해 논의하고자 한다.

1. 중국의 국제수지 추이

중국은 2000년대 초반 이후 대규모의 경상수지 흑자를 시현하였고, 자본수지에 있어서도 대체로 흑자를 시현하였다(표 10-4와 그림 10-12 참조). 2001~04년 기간에는 자본수지의 흑자규모가 경상수지 흑자규모에 비해 컸으나, 2005년 이후에는 오히려 경상수지 흑자규모가 자본수지 규모에 비해

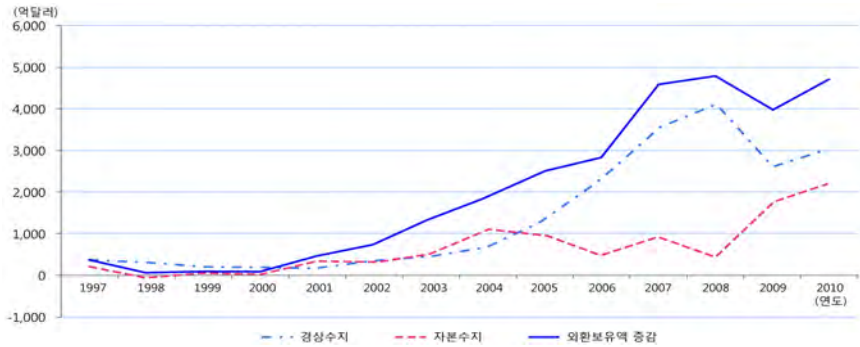
〈표 10-4〉 중국의 경상 및 자본 수지와 외환보유액 증감 추이

(단위: 억달러)

	경상수지	자본수지	외환보유액 증감
1997	370	210	357
1998	315	-63	64
1999	211	52	85
2000	205	20	105
2001	174	348	473
2002	354	323	755
2003	459	528	1,379
2004	687	1,107	1,901
2005	1,341	969	2,506
2006	2,327	486	2,848
2007	3,540	920	4,607
2008	4,124	433	4,795
2009	2,611	1,769	3,984
2010	3,054	2,214	4,717
합 계 (2000~10)	18,876 (67.2%)	9,117 (32.5%)	28,870

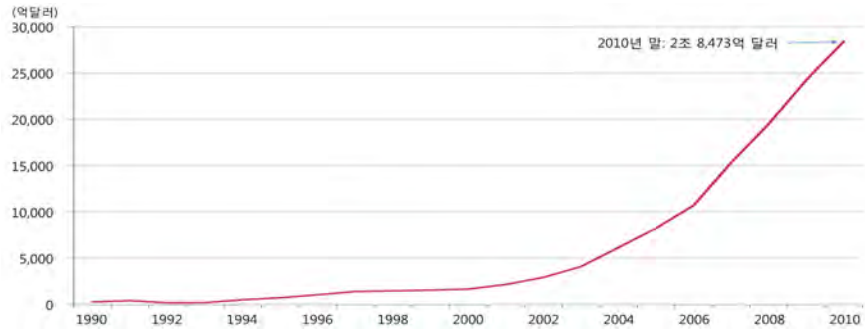
주: 1) 금액이 양(+)인 경우는 중국으로의 유입액, 음(-)인 경우는 중국으로부터의 유출액을 나타냄.
2) ( ) 안의 수치는 경상수지 및 자본수지의 외환보유액 증가액 대비 비율임.
자료: CEIC.

[그림 10-12] 중국의 경상 및 자본 수지와 외환보유액 증감 추이



자료: CEIC.

[그림 10-13] 중국의 외환보유액 추이



자료: 중국, 국가외환관리국; 한국은행.

크게 나타났다. 경상수지 흑자규모는 2005년 처음으로 1,000억달러를 초과하였으며 2010년에는 3,054억달러에 달하였다. 자본수지 흑자규모는 금융위기가 심화되었던 2008년 433억달러로까지 감소하였으나 2009년 1,769억달러, 2010년 2,214억달러로 증가하였다.

경상 및 자본 수지의 대규모 흑자에 기인하여 중국의 외환보유액 규모는 2000년대 초반 이후 급격히 증가하였는데(그림 10-13 참조), 2000년에서 2010년까지 중국 외환보유액 증감액의 합계는 2조 8,870억달러에 달한다. 동 기간 중 경상수지 흑자의 합계는 1조 8,876억달러(외환보유액 증가액 대비 67.2%)이며 자본수지 흑자의 합계는 9,117억달러(외환보유액 증가액 대비

〈표 10-5〉 중국의 자본수지 구성항목별 추이

(단위: 억달러)

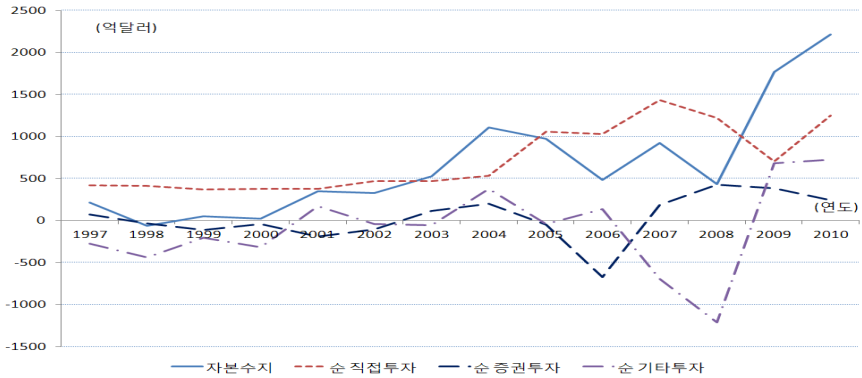
	자본수지 (A+B+C)	순 직접투자 (A)	순 증권투자 (B)	순 기타투자 (C)
1997	210	417	69	-276
1998	-63	411	-37	-437
1999	52	370	-112	-205
2000	20	375	-40	-315
2001	348	374	-194	169
2002	323	468	-103	-41
2003	528	472	114	-59
2004	1,107	531	197	379
2005	969	1,059	-49	-40
2006	486	1,029	-676	133
2007	920	1,431	187	-697
2008	433	1,217	427	-1,211
2009	1,769	703	387	679
2010	2,214	1,249	240	724

주: 금액이 양(+)인 경우는 중국으로의 유입액, 음(-)인 경우는 중국으로부터의 유출액을 나타냄.
자료: CEIC.

32.5%)로서 경상수지 흑자가 외환보유액 증가에 보다 크게 기여한 것으로 나타났다(표 10-4 참조).

다음에서는 중국 자본수지의 구성항목인 직접투자, 증권투자, 기타투자별로 추이를 살펴본다. 직접투자는 해당 기간 중 지속적으로 순유입을 보이며 자본수지 흑자의 대부분을 차지하고 있다. 특히 2005년 이후 중국으로의 직접투자 순유입액이 크게 증가하였는데, 2009년을 제외하고는 매년 1,000억달러 이상에 달하였다. 증권투자는 연도에 따라 변동을 보이고 있지만 2007년 이후에는 순유입을 보였다. 세계적으로 금융위기가 진행되었던 2008년의 경우 중국으로 유입된 순 증권투자 규모는 427억달러로 오히려 다른 연도에 비해 컸던 것으로 나타났다. 기타투자는 일정한 유형을 보이기보다는 연도에 따라 순유입과 순유출이 다르게 나타나고 있다. 예컨대 기타투자 항목으로 2007년과 2008년에는 각각 697억달러와 1,211억달러가 순유출되었으나,

[그림 10-14] 중국의 자본수지 구성항목별 추이



자료: CEIC.

2009년과 2010년에는 각각 679억달러와 724억달러가 순유입되었다.

〈표 10-6〉에는 중국으로의 해외직접투자와 중국의 해외직접투자에 기인한 자금 유출입 규모 추이를 나타내었다. 중국으로의 해외직접투자[33]로 인한 자금유입은 2005년 이후 큰 증가세를 보였다가 2009년에 다소 감소하였으나, 2010년에는 다시 증가하여 1,851억달러에 달하였다. 중국의 해외직접투자[34]로 인한 자금유출은 중국 정책당국의 해외투자 장려책에 힘입어 2005년 이후 증가세를 보였는데, 특히 2008년 이후 급격히 증가하여 2010년에는 602억달러에 달하였다.

〈표 10-7〉에는 중국으로의 주식투자와 중국의 해외주식투자에 기인한 자금 유출입 추이를 나타내었다.

중국으로의 주식투자에 따른 자금유입 규모는 2004년 처음으로 100억달러를 초과하였으며, 주가지수가 급격히 상승하던 2006년에 429억달러로 최고조에 달하였다. 그러나 금융위기가 고조되었던 2008년 주식투자에 따른 자금유입 규모가 87억달러까지 감소되었으나, 2010년에 다시 314억달러로

33 최근 중국으로의 해외직접투자 동향과 중국 정책당국의 해외직접투자 유입 관련 정책의 변천에 대해서는 Davis(2010a)와 Huang and Tang(2011) 참조. 중국으로의 해외직접투자에 대한 기존 연구들에 대해서는 Fetscherin, Voss, and Gugler(2010) 참조.

34 최근 중국의 해외직접투자 동향과 중국 정책당국의 해외직접투자 유출 관련 정책의 변천에 대해서는 Davis(2010b)와 Salidjanova(2011) 참조.

〈표 10-6〉 중국의 해외직접투자 유출입 추이

(단위: 억달러)

	순 직접투자 (A+B)	중국으로의 해외직접투자(A)	중국의 해외직접투자(B)
1997	417	442	-26
1998	411	438	-26
1999	370	388	-18
2000	375	384	-9
2001	374	442	-69
2002	468	493	-25
2003	472	471	2
2004	531	549	-18
2005	1,059	1,172	-113
2006	1,029	1,241	-212
2007	1,431	1,601	-170
2008	1,217	1,751	-535
2009	703	1,142	-439
2010	1,249	1,851	-602

주: 금액이 양(+)인 경우는 중국으로의 유입액, 음(-)인 경우는 중국으로부터의 유출액을 나타냄.

자료: CEIC.

[그림 10-15] 중국의 해외직접투자 유출입 추이



자료: CEIC.

〈표 10-7〉 중국의 주식투자 유출입 추이

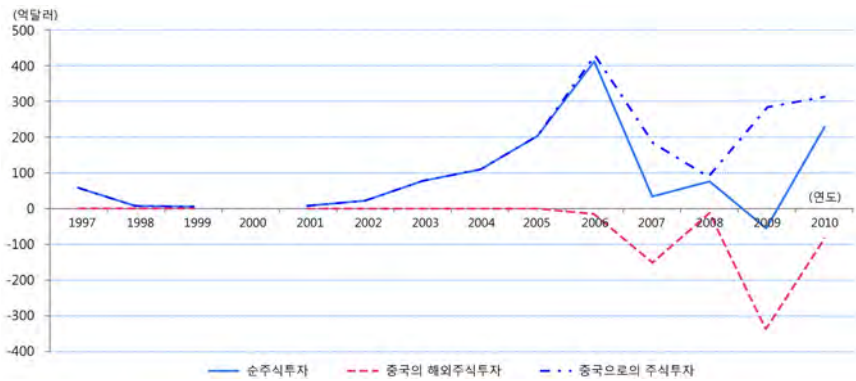
(단위: 억달러)

	순 주식투자 (A+B)	중국으로의 주식투자(A)	중국의 해외 주식투자(B)
1997	57	57	0
1998	8	8	0
1999	6	6	0
2000	–	–	–
2001	9	8	0
2002	22	22	0
2003	77	77	0
2004	109	109	0
2005	203	203	0
2006	414	429	–15
2007	33	185	–152
2008	76	87	–11
2009	–56	282	–338
2010	230	314	–84

주: 금액이 양(+)인 경우는 중국으로의 유입액, 음(–)인 경우는 중국으로부터의 유출액을 나타냄.

자료: CEIC.

[그림 10-16] 중국의 주식투자 유출입 추이



자료: CEIC.

증가하였다.

그런데 중국으로의 주식투자는 해외투자자들의 A주와 B주에 대한 투자를 모두 포함한다. 제3절의 2에서 살펴본 바와 같이 해외투자자들의 A주에 대한 투자는 적격해외기관투자자(QFII)제도를 통해서만 가능한데, 적격해외기관투자자들의 총투자한도는 2010년 말 현재 197.2억달러에 불과하고 중국 정책당국이 중장기 투자를 장려하기 위해 투자회수 제한기간(lockup period)을 운용하는 점 등으로 고려할 때, 중국으로의 주식투자 유입규모 중 A주와 관련된 금액은 크지 않을 것으로 판단된다.

반면, 해외투자자는 제한 없이 중국의 B주에 투자할 수 있고 자유로이 투자금액을 회수할 수 있으므로 B주와 관련된 주식투자 유입액의 변동성은 상대적으로 높을 것으로 판단되지만, 이 경우 해외투자자들이 외화로만 투자할 수 있으므로 해외투자자의 B주에 대한 투자는 중국 외환시장과 직접적인 관련이 없다.

이러한 점들을 종합적으로 고려해 볼 때, 중국으로의 주식투자자금 유입규모의 변동성이 중국 외환시장에 미치는 영향은 〈표 10-7〉의 중국으로의 주식투자 유입규모가 상정하는 것보다는 작을 것으로 판단된다.

한편, 중국 거주자의 해외주식투자는 2006년 도입된 적격국내기관투자자(QDII)를 통해서만 가능하여 동 투자로 인한 자금 유출규모는 2009년 338억달러에 달하였으나 2010년에는 84억달러로 감소하였다.

〈표 10-8〉에는 중국으로의 채권투자와 중국의 해외채권투자에 기인한 자금 유출입 추이를 나타내었다. 채권투자의 경우 해외투자자는 적격해외기관투자자제도를 통해 거래소에 상장된 채권에 한해서만 투자가 가능하다. 이를 반영하여 해외투자자의 중국 채권투자에 기인한 자금유입 규모는 매우 미미하여 채권투자수지 추이는 거의 전적으로 중국의 해외채권투자에 기인한 자금 유출입 규모에 의해 결정된다. 중국의 해외채권투자로 인한 자금 유출액은 2006년 1,090억달러였으나, 이후 투자자금의 회수로 인해 오히려 순유입으로 전환되었다.

〈표 10-9〉에서는 기타 투자에 기인한 자금 유출입 추이를 살펴보았다. 국제수지의 기타 투자항목은 무역신용, 대출, 예금, 기타 등으로 구분된다.

〈표 10-8〉 중국의 채권투자 유출입 추이

(단위: 억달러)

	순 채권투자 (A+B)	중국으로의 채권투자(A)	중국의 해외 채권투자(B)
1997	13	22	-9
1998	-45	-7	-38
1999	-118	-13	-105
2000	-	-	-
2001	-203	4	-207
2002	-126	-5	-121
2003	37	7	30
2004	88	23	65
2005	-253	9	-262
2006	-1,090	0	-1,090
2007	154	25	129
2008	351	12	339
2009	443	6	437
2010	11	3	8

주: 금액이 양(+)인 경우는 중국으로의 유입액, 음(-)인 경우는 중국으로부터의 유출액을 나타냄.

자료: CEIC.

[그림 10-17] 중국의 채권투자 유출입 추이



자료: CEIC.

〈표 10-9〉 중국의 기타투자 유출입[1] 추이

	순 기타 투자[2]	무역신용 공여(A1)	해외대출 공여(A2)	해외예금 (A3)	기타 공여 자산(A4)	무역신용 도입(D1)	대출 도입 (D2)	예금유입 (D3)	기타 부채 도입(D4)
1997	-276	-150	-22	-151	-74	0	34	-20	107
1998	-437	-221	-14	6	-122	0	-33	-53	-1
1999	-205	-229	-34	113	-93	133	-5	-39	-49
2000	-315	-130	-184	-60	-64	182	-24	-1	-35
2001	169	7	153	-32	80	-24	-15	5	-5
2002	-41	11	-54	-25	37	28	-41	3	0
2003	-59	-15	139	-66	-238	47	66	7	0
2004	379	-159	-97	202	73	186	138	16	20
2005	-40	-229	-130	-103	-27	254	29	134	32
2006	133	-261	49	-99	-7	132	110	107	101
2007	-697	-238	-208	-24	-1,045	291	173	343	11
2008	-1,211	59	-185	-335	-599	-190	36	27	-23
2009	679	-544	130	52	456	321	37	116	111
2010	724	-616	-210	-580	244	495	791	603	-3

주: 1) 금액이 양(+)인 경우는 중국으로의 유입액, 음(-)인 경우는 중국으로부터의 유출액을 나타냄.
2) 순 기타투자 = A1+A2+A3+A4+D1+D2+D3+D4.
자료: CEIC.

기타 투자에 기인한 국제수지는 연도에 따라 순유입 또는 순유출을 보이는데, 예컨대 금융위기가 진행되고 최고조에 달했던 2007년과 2008년에는 각각 697억달러와 1,211억달러가 순유출되었으나 2009년과 2010년에는 각각 순유입되었다. 특히 2010년에는 해외기관으로부터의 무역신용 도입(495억달러), 대출 도입(791억달러), 예금 유입(603억달러) 등이 이전에 비해 크게 증가한 것으로 나타났다.

2. 경로별 중국의 핫머니 유출입 가능성

본 절에서는 중국의 기존 외환관리제도와 국제수지 추이 등을 바탕으로 경로별로 중국에서 핫머니가 '단기간'에 그리고 '대규모'로 유출입할 가능성을 살펴보고자 한다. 중국에서 핫머니가 유출입할 수 있는 경로로는 (1) 실수요에 기반하지 않은 경상거래 및 직접투자로 가장한 거래, 또는 경상거래 및 직접투자의 과소·과대 계상 등으로 인한 자금의 유출입 (2) 주식과 채권 등 증권투자자금의 유출입 (3) 외화대출, 예금 등 기타 자본거래에 기인한 자금의 유출입 등을 상정할 수 있다.

가. 경상거래 및 직접투자에 의한 유출입 경로

중국의 외환관리제도에 의하면 경상거래에 수반된 외환거래는 실수요에 기반해야 하고 직접투자에 따른 외환거래도 정해진 용도로만 이루어져야 하므로 원칙적으로는 경상거래 및 직접투자를 통해 핫머니가 유출입할 수는 없다. 그러나 중국의 경상수지 흑자 및 해외직접투자의 순유입액의 일부가 경상거래 및 직접투자와 관계없이 단기적인 수익을 목적으로 유입된 핫머니일 가능성을 배제할 수는 없다.[35] 즉, 실수요에 기반하지 않은 경상거래 및 직접투자로 가장한 거래, 또는 경상거래 및 직접투자의 과소·과대 계상 등을 이용하여 불법적으로 외화자금이 중국으로 유출입될 가능성이 있다.

---

35 표민찬(2008).

중국의 정책당국은 이러한 가능성 때문에 검사 등 다양한 수단을 이용하여 실수요에 기반하지 않은 외화의 유출입을 막기 위해 노력하고 있다. 이러한 노력의 일환으로 중국 국가외환관리국은 2010년 2월부터 불법적인 외화자금의 유출입을 단속하기 위해 외환거래가 많은 13개 성에서 이루어진 350만건, 금액으로는 4,400억달러에 달하는 외환거래들에 대해 검사를 하였는데 그중 불법적인 거래로 적발된 경우는 190건, 금액으로는 73.5억달러에 불과하여[36] 불법적인 외화자금의 유출입이 그리 큰 규모는 아니었다.

비록 경상거래 및 직접투자를 통한 핫머니의 유출입 규모를 추정하기는 어렵지만 경상거래와 직접투자와 관련된 외환거래는 실수요에 기반한 경우에만 허용되고, 중국의 외환감독당국이 경상거래와 직접투자 관련 외환거래를 적극적으로 관리·감독하고 있는 점을 감안할 때, 단기간에 경상거래 및 직접투자의 경로를 통해 핫머니가 '대규모'로 유입되고 이후 동 자금이 다시 '대규모'로 유출될 가능성은 크지 않다고 판단된다.

나. 주식 및 채권 등 증권투자에 의한 유출입 경로

일반적으로 자본자유화가 이루어진 국가의 경우 주식 및 채권 등 증권에 대한 투자자금은 단기간에 대규모로 유출입될 수 있다. 그러나 중국 A주의 경우 해외투자자는 적격해외기관투자자(QFII)제도를 통해 거래소에서 거래되는 주식 및 채권에 대해 기관별 한도 내에서만 거래할 수 있으며, 중국 정책당국이 중장기 투자를 장려하기 위해 투자회수 제한기간 제도를 운용하는 점 등을 고려할 때, 단기적으로 해외투자자의 A주에 대한 투자규모가 크게 변동할 가능성은 높지 않다고 판단된다. 만일 해외투자자가 A주에 대한 투자를 모두 일시에 회수한다고 하더라도, 적격해외기관투자자가 A주에 투자할 수 있는 총한도가 2010년 말 현재 197.2억달러에 불과하므로 외환보유액 규모로 본 중국 정책당국의 대응능력이 충분하여 중국 외환시장에의 영향은 매우 제한적일 것으로 판단된다.

---

36 중국 국가외환관리국.

〈표 10-10〉 중국 주식시장의 투자자 유형별 투자비중(2007년 말 현재)

투자자 유형	투자비중(%)
개인투자자	51.3
증권투자펀드	25.7
일반 투자기관	16.6
보험회사	2.5
적격해외기관투자자(QFII)	1.7
증권회사	1.4
사회보장기금	0.6
연기금	0.01
계	100

자료: 중국 증권감독관리위원회, Qi Bin(2009)에서 재인용함.

한편, 해외투자자들의 중국 국내주식에 대한 투자비중이 미미하므로 해외투자자들의 주식투자자금이 단기간에 급격히 유출될 경우에도 중국 주식시장에 대한 영향은 그리 크지 않을 것으로 판단된다. 중국 증권감독관리위원회에 따르면, 2007년 말 현재 적격해외기관투자자의 투자금액이 중국 주식시장에서 차지하는 비중은 1.7%이며(표 10-10 참조), 2010년 말 현재에도 동 비중은 2% 미만에 불과할 것으로 추정[37]된다.

해외투자자의 중국 B주에 대한 투자에는 제한이 없으나 동 투자는 외화로만 결제가 가능하다. 따라서 해외투자자의 B주에 대한 투자는 중국 외환시장과 직접적인 관련이 없으므로 외환시장에 대한 교란요인으로 작용할 가능성이 작다고 판단된다.

해외투자자의 중국 채권에 대한 투자는 원칙적으로 채권이 거래소에서

37 2010년 말 현재 상해와 심천 증권거래소에 상장되어 있는 중국 주식의 시장규모는 26.5조위안(A주: 26.3조위안, B주: 0.2조위안)이다. 이 중 중국 유통주의 시장규모는 19.3조위안(A주: 19.1조위안, B주: 0.2조위안)인데(표 10-11 참조), 2010년 말 환율(6.6227위안/달러)로 환산할 경우 중국 유통주의 시장규모는 2.9조달러에 달한다. 한편, 2010년 말 현재 적격해외기관투자자가 A주에 대한 투자한도(197.2억달러)만큼 투자하고 B주를 모두 해외투자자가 소유했다고 가정할 경우(2010년 말 현재 B주의 시장규모인 0.2조위안을 달러로 환산하면 331.2억달러이다) 2010년 말 현재 해외투자자의 중국 주식에 대한 투자규모는 528.4억달러이다. 이를 중국 유통주의 시장규모인 2.9조달러로 나누어 2010년 말 현재 해외투자자의 중국주식에 대한 투자비중을 추정하면 약 1.8%가 된다.

〈표 10-11〉 중국의 주식시장 규모 추이

(단위: 조위안)

	주식시장 규모 (A+B)	A주 시장규모 (A)	B주 시장규모 (B)
1999	2.6 (0.8)	2.6 (0.8)	0.0 (0.0)
2000	4.8 (1.6)	4.7 (1.6)	0.1 (0.1)
2001	4.4 (1.4)	4.2 (1.3)	0.1 (0.1)
2002	3.8 (1.2)	3.8 (1.2)	0.1 (0.1)
2003	4.2 (1.3)	4.2 (1.2)	0.1 (0.1)
2004	3.7 (1.2)	3.6 (1.1)	0.1 (0.1)
2005	3.2 (1.1)	3.2 (1.0)	0.1 (0.1)
2006	8.9 (2.5)	8.8 (2.4)	0.1 (0.1)
2007	32.7 (9.3)	32.5 (9.1)	0.3 (0.3)
2008	12.1 (4.5)	12.1 (4.4)	0.1 (0.1)
2009	24.4 (15.1)	24.2 (14.9)	0.2 (0.2)
2010	26.5 (19.3)	26.3 (19.1)	0.2 (0.2)

주: ( ) 안은 유통주 규모임.
자료: CEIC.

거래되는 경우에만 가능하다. 이에 따라 해외투자자의 중국 채권에 대한 투자로 인한 유입액은 2010년 3억달러에 불과하여 중국 채권투자를 통해 해외투자자금의 유출입이 대규모로, 그리고 급속히 이루어질 가능성은 없다.

한편, 중국 거주자의 해외증권투자에 기인한 유출입 규모는 특정 연도에 상당한 규모에 달하기도 하였다. 예컨대, 해외주식 투자로 인한 유출액은 2009년 338억달러로, 동 연도 해외투자자의 중국 주식투자로 인한 유입액인

282억달러를 상회하였다. 또한 2006년에는 중국 거주자의 해외채권투자로 인한 유출액이 1,090억달러에 달하였다. 그러나 원칙적으로 중국 거주자의 해외증권에 대한 투자는 총한도(2010년 말 현재 683.6억달러) 내에서 적격국내기관투자자(QDII)를 통해서만 가능하며, 이에 따라 중국 정책당국은 정책 변화를 통해 국내 거주자의 해외증권투자 유출입 규모를 조정할 수 있다. 특히 중국 감독당국의 거주자에 대한 규제 및 감독이 비거주자에 비해 보다 효과적으로 이루어지는 점을 감안하면, 중국 거주자의 해외증권투자로 인해 급격한 자금 유출입이 발생할 가능성은 크지 않다고 판단된다.

다. 기타 자본거래에 의한 유출입 경로

기타 자본거래로 인한 유출입은 무역신용, 대출, 예금 등의 형태로 이루어진다. 그런데 제3절의 2에서 살펴본 바와 같이 중국 감독당국은 무역신용, 대외차입, 국내 금융기관의 해외예금 수취 등 대외채무 증가와 관련된 기타 자본거래에 대해서도 엄격히 관리하고 있다. 중장기 외채를 도입할 경우 중국의 금융기관 또는 기업은 국가발전개혁위원회와 국가외환관리국의 사전 승인을 받아야 한다. 단기외채에 대해서는 중국인민은행이 총규모를 설정하고 동 규모 내에서 국가외환관리국이 금융기관 및 기업별로 한도를 배정하는데, 2010년의 경우 단기외채 한도는 324억달러에 불과하다.[38]

한편, 금융기관은 내외금리차 및 환율 절상에 따른 재정수익을 실현할 목적으로 외화로 자금을 조달하여 위안화로 운용할 유인이 있다. 이에 대해 중국 감독당국은 포지션 규제를 통해 금융기관의 외화 자산 및 부채의 차이를 일정 한도 내에서 제한함으로써 이러한 재정거래가 대규모로 이루어지지 않도록 제한하고 있다.[39]

이러한 점들을 종합적으로 고려할 때, 기타 자본거래로 인해 대규모 자금

---

38 중국 국가외환관리국.

39 중국 국가외환관리국은 핫머니 유입에 대한 우려로 중국 금융기관의 단기외채 한도를 축소하고, 중국 금융기관에 대한 포지션 관리를 강화하는 내용의 조치들을 2011년 4월부터 실시한다고 발표하였다.
(http://www.china.org.cn/business/2011-03/31/content_22266520.htm)

의 유출입이 단기간에 발생할 가능성도 크지 않다고 판단된다.

마지막으로, 위에서 언급한 경로들 이외의 경로로 이루어지는 자금의 유출입규모는 국제수지 항목상 오차 및 누락으로 추정해 볼 수 있겠다. 1997년 이후 오차 및 누락 항목에 의한 연간 최대 유입액과 유출액은 각각 393억달러(2003년)와 597억달러(2010년)에 불과하다.

제5절 핫머니 유출입에 따른 중국 외환시장의 불안정화 가능성에 대한 평가 및 향후 전망

제4절의 2에서 경로별로 중국에서 핫머니가 유출입할 가능성을 살펴본 결과, 중국에서 핫머니가 단기간에 그리고 대규모로 유출입할 가능성은 크지 않을 것으로 판단된다. 이는 주로 핫머니가 단기간에 그리고 대규모로 유출입하기가 어렵도록 중국의 외환관리제도가 운용되고 있기 때문이다.[40] 즉, 경상거래 및 직접투자와 관련된 외환거래의 경우 실수요 원칙이 적용되고 있고, 주식과 채권 등 증권투자자금의 유출입은 정해진 방법 및 한도 내에서 이루어지고 있으며 무역신용, 대출, 예금 등 기타 자본거래에 기인한 자금 유출입도 외채 관리 및 포지션 관리 등을 통해 엄격히 관리되고 있다.

한편, 핫머니의 유출 등 급격한 외화 유출과 외환시장의 불안정화에 대비하기 위해 정책당국이 사용할 수 있는 자금인 외환보유액[41]의 규모는 중국의 경우 2010년 말 현재 2조 8,473억달러로서 중국의 외채(5,489억달러) 및 단기채무(3,757억달러)[42]의 각각 5.2배와 7.6배에 달한다. 이와 같은 중국

---

40 중국 사회과학원 금융연구소 소장인 왕국강(2010)은 중국 외환관리제도 등을 고려할 때 핫머니의 중국으로의 대량 유입 가능성은 낮다고 주장한다.

41 Becker *et al.*(2007)은 경제에 대한 외부충격의 부정적인 영향을 완화하는 국가보험(country insurance)으로서 (i) 건전한 경제정책(sound economic policies), (ii) 강건한 금융구조(robust financial structures), (iii) 적절한 범위의 외환보유액(adequate reserve coverage) 등을 언급하고 있는데, 외환보유액을 충분히 보유한 국가들이 금번 경제위기의 부정적인 영향을 상대적으로 적게 받고 있는 점을 감안하여 국가보험으로서 충분한 규모의 외환보유액을 보유할 필요성이 최근 더욱 강조되고 있다(Aizenman[2009]).

42 중국 국가외환관리국.

외환보유액 규모는 엄격한 중국의 외환관리제도를 배경으로 핫머니가 단기간에 유출입할 수 있는 규모에 비해 충분한 것으로 평가할 수 있어 핫머니의 유출입에 따라 중국 외환시장이 불안정화될 가능성은 거의 없는 것으로 판단된다.

한편, 외환위기의 조기경보시스템(Early Warning System: EWS)에 대한 논의를 중국에 적용해 봄으로써 현재 중국의 외환 및 자본 거래에 대한 통제가 존재하지 않는다고 가정할 때 중국 외환시장이 불안정화될 가능성에 대해 판단해 볼 수 있다. 외환위기에 대한 조기경보시스템은 기존에 외환위기를 경험한 국가들을 대상으로 하여 이들 국가들의 외환위기를 공통으로 예고하는 것으로 평가되는 선행지표들(leading indicators)을 추출하고, 이들 선행지표를 이용하여 향후 어떤 국가의 외환위기 가능성을 예상하는 방법을 말한다.[43]

본 장에서는 Edison(2003)의 외환위기 조기경보시스템에 대한 방법론을 중국에 적용하여 현재 중국의 외환 및 자본 거래에 대한 통제가 존재하지 않는다고 가정할 때 중국 외환시장이 불안정화될 가능성에 대해 판단해 보았다.[44] Edison(2003)은 환율의 평가절하 또는 외환보유액의 감소로 나타나는 외환시장 압력지수(index of exchange market pressure)가 표본 평균으로부터 2.5 단위의 표준편차 이상 되는 경우를 외환위기로 정의하고, 이와 같이 정의된 외환위기와 밀접하게 관련된 것으로 평가된 선행지표들을 이용하여 어떤 국가에서 24개월 이내에 외환위기가 발생할 가능성에 대해 연구하였다. 특히 본 보고서에서는 경상계정, 자본계정, 실물부문, 국내금융부문, 대외부문 등 5개 부문에 대하여 총 16개의 외환위기 선행지표(표 10-12 참조)를 이용하였다.

---

43 외환위기의 조기경보시스템에 대한 대표적인 연구로는 Kaminsky, Lizondo, Reinhart (1998)의 연구가 있으며 이를 확장한 연구로는 Edison(2003)이 있다. Peng and Bajona (2008)은 외환위기 조기경보시스템의 방법론을 중국에 적용한 바 있다.

44 중국의 경우 외환 및 자본 거래에 대한 통제가 존재하기 때문에 외환 및 자본 거래에 대한 통제가 존재하지 않는다는 가정하에서 분석된 외환위기 조기경보시스템의 결과를 근거로 중국에 외환위기 가능성이 있다고 해석하기는 어렵다. 그러나 이러한 분석을 통해 향후 중국의 외환 및 자본 거래에 대한 통제가 완화될 경우 외환위기에 취약하거나 외환위기를 초래할 가능성이 있는 부분을 확인함으로써 이에 대해 미리 대비할 수 있겠다.

〈표 10-12〉 외환위기의 선행지표(16개)

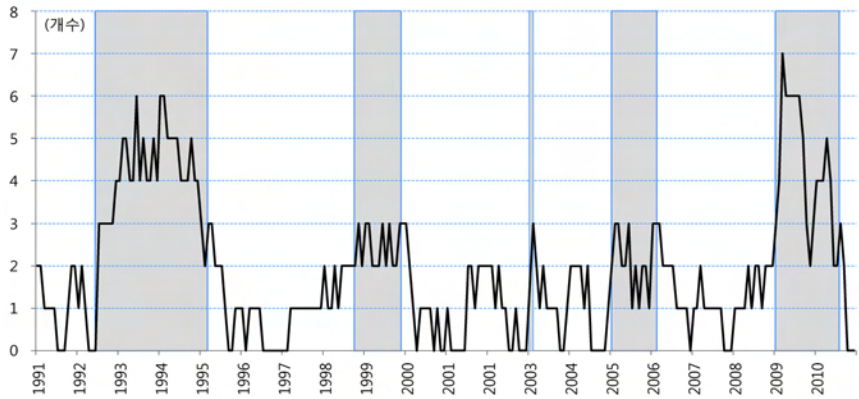
범 주	선행지표
경상계정	• 실질환율의 괴리도 • 수입증감률 • 수출증감률
자본계정	• 외환보유액 증감률 • M2/외환보유액 • 국내외 실질이자율 차이 • 단기외채/외환보유액
실물부문	• 산업생산 증감률
국내금융부문	• M2 승수 • 국내 신용/국내 총생산 • 국내 실질이자율 • M1의 초과 실질잔고 • 국내상업은행 예금액 증감률
대외부문	• G-7 국가들의 성장률 • 미국 이자율 • 원유가격 상승률

주: Edison(2003)의 〈표 1〉과 〈표 8〉을 종합하여 저자가 16개 선행지표로 정리하였음.

Edison(2003)의 방법론을 이용[45]하여 1991년부터 2010년까지 16개 선행지표 중 중국의 외환위기 가능성을 나타내는 선행지표들의 수를 나타낸 것이 [그림 10-18]이다. [그림 10-18]에 의하면 중국의 외환 및 자본 거래에 대한 통제가 존재하지 않았다면 24개월 내에 외환위기가 발생할 가능성을 나타내는 선행지표들의 수가 1992년 중반에서 1995년 초, 1998년 말부터 1999년 말, 2003년 초반, 2008년 말부터 2010년 말까지 상대적으로 많았던 것으로 나타난다. 특히 2009년 중반에는 중국의 외환위기를 경고하는 선행지표 수가

45 Edison(2003)은 국가별로 각 선행지표에 대한 표본분포를 구하고 표본분포가 임계영역(critical region)에 포함되는 극단치를 나타내는 경우 동 선행지표가 외환위기 가능성을 나타내는 것으로 판단한다. 예컨대, 외환보유액의 경우 임계영역을 나타내는 수치가 0.1인데 이는 표본기간 전체를 대상으로 외환보유액의 전년동기대비 증감률의 분포를 구하고 동 분포의 하위 10%에 해당될 정도로 외환보유액의 감소폭이 클 경우 외환위기 가능성이 있는 것으로 판단한다. 선행지표별로 임계영역을 나타내는 수치에 대해서는 Edison(2003)의 〈표 5〉 참조.

[그림 10-18] 중국의 외환위기를 경고하는 선행지표 수의 추이



주: Edison(2003)의 방법론을 이용하여 저자 계산.

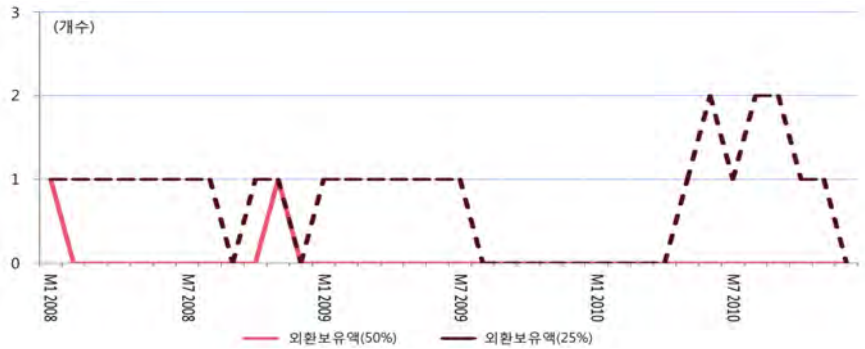
〈표 10-13〉 2009년 중반 중국의 외환위기 발생 가능성을 나타낸 지표

범주	선행지표
경상계정	• 수출증감률
실물부문	• 산업생산 증감률
국내금융부문	• M2 승수 • 국내 신용/국내 총생산 • 국내 실질이자율 • M1의 초과 실질잔고
대외부문	• G-7 국가들의 성장률

7개에 달하기도 하였다. 〈표 10-13〉에는 2009년 중반 중국의 외환위기 가능성을 나타낸 7개의 선행지표들을 열거하였는데, 이들을 종합해 보면 당시 G-7 국가들의 성장률이 둔화되는 등 대외여건이 악화되는 가운데 중국의 수출증가율은 감소하고 국내 산업생산이 둔화되었고, 국내통화량이 크게 증가함에 따라 M2 승수, 국내신용/국내 총생산, M1의 초과 실질잔고 등이 높았으며 국내 실질이자율이 높은 수준을 유지하였는데, 이러한 점들이 중국의 외환위기 가능성을 경고했다는 것이다.

그런데 외환위기 조기경보시스템을 이용한 중국의 외환위기 가능성에 대한

[그림 10-19] 시나리오별[1] 외환위기를 경고하는 자본계정 관련 선행지표 수



주: 1) 시나리오 1 = 2008년 이후 실제 외환보유액의 50%를 이용.
시나리오 2 = 2008년 이후 실제 외환보유액의 25%를 이용.
2) Edison(2003)의 방법론을 이용하여 저자 계산.

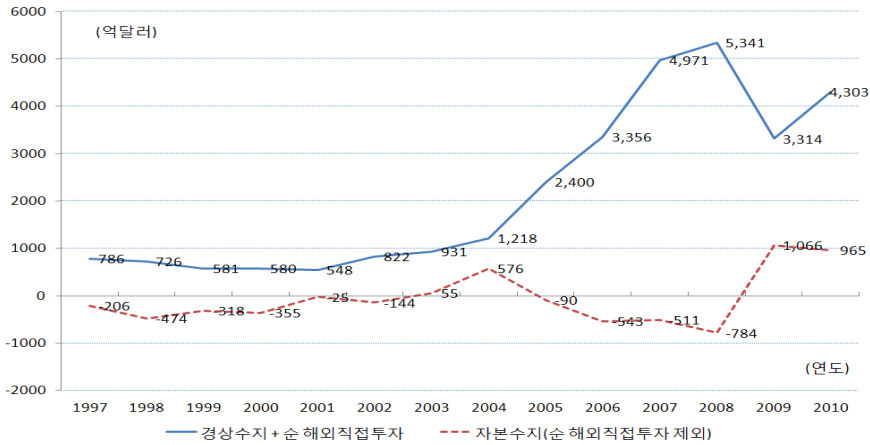
분석에서 특기할 만한 점은 총 5개 부문 중 자본계정에서만은 외환위기를 경고하는 선행지표가 없다는 것이다. 이와 관련하여 2008~10년 중 중국이 실제 외환보유액 규모의 50%와 25%를 각각 보유했다는 가상적인 시나리오하에서 외환위기를 경고하는 자본계정 관련 선행지표들의 수를 살펴보았다(그림 10-19 참조). 그런데 중국이 실제 외환보유액 규모의 50%를 보유했다는 가상 시나리오하에서도 대부분의 기간에 있어서 자본계정을 통한 외환위기 발생 가능성은 없는 것으로 나타났으며,[46] 중국이 실제 외환보유액 규모의 25%를 보유했다는 가상 시나리오하에서야 대부분의 기간에 있어 자본계정을 통한 외환위기 발생 가능성이 예측되었다.[47] 이러한 결과를 종합적으로 고려해 볼 때 중국이 외환위기에 취약한 구조임에도 불구하고, 막대한 외환보유액 규모 때문에 자본계정을 통한 외환위기 발생 가능성은 높지 않은 것으로 평가할 수 있겠다.

현재 국제수지와 관련하여 중국이 당면한 문제는 핫머니 유출입에 의한

46 표본기간(2008~10년) 중 중국이 실제 외환보유액 규모의 50%를 보유했다는 가상 시나리오하에서 2008년 1월과 11월 등 2개월에 대해서 단기외채/외환보유액의 비율만이 외환위기 가능성을 나타내었다.

47 단기외채/외환보유액과 M2/외환보유액 비율 등이 외환위기 가능성을 예측하는 것으로 나타났다.

[그림 10-20] 중국의 경상수지와 순 해외직접투자, 해외직접투자를 제외한 자본거래로 인한 국제수지 추이



자료: CEIC.

외환시장의 불안정화 가능성보다는 대규모의 경상수지 흑자와 해외직접투자 자금의 대규모 유입이라는 구조적 요인으로 해외부문으로부터의 유동성 증가가 매우 크다는 것이다. 예컨대 2010년의 경우 경상수지 흑자(3,054억달러)와 해외직접투자 순유입액(1,249억달러)의 합계는 4,303억달러로서 2010년도 외환보유액 증가규모인 4,717억달러의 91.2%에 달한다.[48] 이러한 해외부문으로부터의 유동성 증가가 국내 유동성의 증가로 이어질 경우 물가상승이 유발될 수 있다.[49]

반면, 해외직접투자를 제외한 자본거래로 인한 수지는 상대적으로 작은 규모(그림 10-20 참조)인데, 이는 주로 중국의 자본통제제도에 기인하는 것으로 평가된다.[50]

---

48 2000~10년 기간 중 경상수지 흑자(1조 8,876억달러)와 해외직접투자 순유입액(8,908억달러)의 합계는 2조 7,784억달러로 동 기간 중 외환보유액 증가규모인 2조 8,070억달러의 99.0%에 달한다.

49 중국 중앙은행인 중국인민은행은 해외부문으로부터의 유동성 증가에 대처하여 주로 중앙은행 채권 매각과 지급준비율 인상 등을 통해 성공적으로 국내 유동성을 관리해 온 것으로 평가된다(Bouvatier[2006]; Conway, Herd, and Chalaux[2010]; OECD[2010]; Ouyang, Rajan, and Willett[2010]).

그러나 만일 향후 중국의 외환관리제도와 자본통제제도가 완화된다면 양(+)인 대외금리차와 위안화의 평가절상 예상 등으로 재정수익을 얻기 위해 대규모의 해외자금이 급격히 유입할 가능성이 있다. 이렇게 될 경우 중국의 정책당국은 현재의 경상수지 흑자와 해외직접투자 자금의 대규모 유입 이외에 증권 및 기타 자본거래에 기인한 대규모 자본수지 흑자로 인해 국내 유동성 관리에 더욱 어려움을 겪을 것으로 전망된다. 또한 이처럼 자본거래에 기인하여 대규모로 유입된 자금이 다시 대규모로 급격히 유출될 경우에는 중국의 외환 및 금융 시장이 불안정화될 가능성도 배제할 수 없다. 따라서 중국의 정책당국은 이러한 점들에 대한 우려 때문에 당분간 현재의 외환관리제도와 자본통제제도의 골격을 유지하면서 매우 점진적으로 자본자유화를 할 가능성이 높다고 판단된다.[51]

하지만 향후 자본자유화가 본격적으로 진행되는 시점에서 핫머니의 유출입에 따라 중국 외환 및 금융 시장이 불안정화될 가능성을 배제할 수는 없으며, 우리 정부 및 기업들은 사전에 이러한 가능성을 면밀히 검토하고 그에 대해 대비하는 것이 필요하겠다.

마지막으로 본 보고서에서는 자료의 제약으로 중국의 연도별 또는 반기별 자료를 이용해 분석하였기 때문에 핫머니의 단기적인 성격이 제대로 분석되지 않았을 가능성을 배제할 수는 없다. 추후 월별 자료 등 보다 자세한 자료의 이용이 가능할 경우 이러한 분석이 정치하게 이루어질 수 있겠는데, 이는 향후의 과제로 남겨 둔다.

---

50 Yu(2009, 2010)는 중국의 자본통제제도로 인해 핫머니의 중국에의 유출입규모가 크지 않았다고 주장한다.

51 Yu(2009)는 자본통제제도가 중국 거시경제의 안정화에 기여했다고 평가하면서 향후에도 상당 기간 자본통제제도를 유지할 것을 주장하였다. 또한 중국 국가외환관리국 국장이자 중국인민은행 부총재였던 Hu Xiaolian(2009)는 위안화의 국제화가 단계적이고 점진적인 과정을 거쳐 이루어질 것임을 언급하였다.

참고문헌

문정희, 『중국 핫머니 자금 유출에 대한 주의 필요』, 대신증권연구소, 2008.

왕국강, 「중국 외환관리제도와 핫머니 유입」, 『중국 금융시장 포커스』, 자본시장연구원, 2010.

이창영, 『중국의 금융제도』, 한국금융연수원, 2009.

표민찬, 『중국 핫머니 유입 동향과 전망』, 삼성경제연구소, 2008.

한국은행, 「연준 QE2의 효과에 대한 평가와 전망」, 해외경제정보, 제2010-44호, 2010.

Aizenman, Joshua, "On the Paradox of Prudential Regulation in the Globalized Economy: International Reserves and the Crisis: A Reassessment," NBER Working Paper 14779, 2009.

Anderson, Jonathan, "The China Monetary Policy Handbook," in J. Barth, J. Tatom, and G. Yago (eds.) *China's Emerging Financial Markets*, 2009, Springer.

Arora, Vivek and A. Vamvakidis, "China's Economic Growth: International Spillovers," IMF Working Paper 10/165, 2010.

Becker, Torbjorn, O. Jeanne, P. Mauro, and J. Ostry, "Country Insurance: The Role of Domestic Policy," IMF Occasional Paper, 2007.

Bouvatier, Vincent, "Hot Money Inflows in China: How the People's Bank of China Took Up the Challenge," Working Paper, 2006.

Cheung, Yin-Wong, M. Chinn, and E. Fujii, "Measuring Renminbi Misalignment: Where Do We Stand?" *Korea and the World Economy*, Vol. 11, 2010, pp.263~296.

Conway, Paul, R. Herd, and T. Chalaux, "Reforming China's Monetary Policy Framework to Meet Domestic Objectives," OECD Economics Department Working Papers, No. 822, 2010.

Davis, Ken, "Inward FDI in China and Its Policy Context," Columbia FDI Profiles, 2010a.

Davis, Ken, "Outward FDI from China and Its Policy Context," Columbia

FDI Profiles, 2010b.

Edison, Hali, "Do Indicators of Financial Crisis Work? An Evaluation of An Early Warning System," *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 8, 2003, pp.11~53.

Fetscherin, Marc, H. Voss, and P. Gugler, "30 Years of Foreign Direct Investment to China: An Interdisciplinary Literature Review," *International Business Review*, Vol. 19, 2010, pp.235~246.

Guo, Feng and Y. Huang, "Does Hot Money Drive China's Real Estate and Stock Markets?" *International Review of Economics and Finance*, Vol. 19, 2010, pp.452~466.

Herd, Richard, S. Hill, and C. Pigott, "China's Financial Sector Reforms," OECD Economics Department Working Papers, No. 747, 2010.

Hu, Xiaolian, "Convertibility of RMB-Denominated Capital Accounts: Process and Experience," in M. Zhu, J. Cai, and M. Avery (eds.), *China's Emerging Financial Markets*, 2009.

Huang, Ying, "What Causes Speculative Fund Inflows to China?" *The Chinese Economy*, Vol. 43, 2010, pp.50~61.

Huang, Washeng and H. Tang, "FDI Policies in India and China: Evidence from Firm Surveys," Working Paper, 2011.

Kaminsky, Graciela, S. Lizondo, and C. Reinhart, "Leading Indicators of Currency Crises," IMF staff Papers, Vol. 45, 1998, pp.1~48.

Liang, Priscilla, A. Ouyang, and T. Willett, "The RMB Debate and International Influences on China's Money and Financial Markets," in J. Barth, J. Tatom, and G. Yago (eds.), *China's Emerging Financial Markets*, 2009, Springer.

Martin, Michael and W. Morrison, "China's Hot Money Problems," CRS Report for Congress, 2008.

Morrison, Wayne and M. Labonte, "China's Currency: An Analysis of the Economic Issues," CRS Report for Congress, 2010.

Ni, Y., "China's Capital Flow Regulations: The Qualified Foreign Institutional Investor and The Qualified Domestic Institutional Investor Programs," *Review of Banking and Financial Law*, Vol. 28, 2009, pp.299~337.

OECD, "OECD Economic Surveys: China," 2010.

Ouyang, Alice, R. Rajan, and T. Willett, "China as a Reserve Sink: The Evidence from Offset and Sterilization Coefficients," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 29, 2010, pp.951~972.

Peng, Duan and C. Bajona, "China's Vulnerability to Currency Crisis: A KLR Signals Approach," *China Economic Review*, Vol. 19, 2008, pp.138~151.

Prasad, Eswar and S. Wei, "The Chinese Approach to Capital Inflows: Patterns and Possible Explanations," IMF Working Paper 05/79, 2005.

Qi, Bin, "China's Capital Markets," in M. Zhu, J. Cai, and M. Avery (eds.), *China's Emerging Financial Markets*, 2009.

Salidjanova, Nargiza, "Going Out: An Overview of China's Outward Foreign Direct Investment," USCC Staff Research Report, 2011.

Tsuyuguchi, Yosuke, "The Recent Flow of Hot Money in China," *Bank of Japan Review* 09-E-3, 2009.

Wall Street Journal, "China Says Hot Money Ended Up In Stock, Property," July 6, 2010.

Yu, Yongding, "The Management of Cross-Border Capital Flows and Macroeconomic Stability in China," Working Paper, 2009.

Yu, Yongding, "Managing Capital Flows: The Case of the People's Republic of China," in M. Kawai and M. Lamberte (eds.), *Managing Capital Flows*, Edward Elgar Publishing, 2010.

제 11 장

중국 외환보유고의 급증과 국제 자본시장에 대한 영향

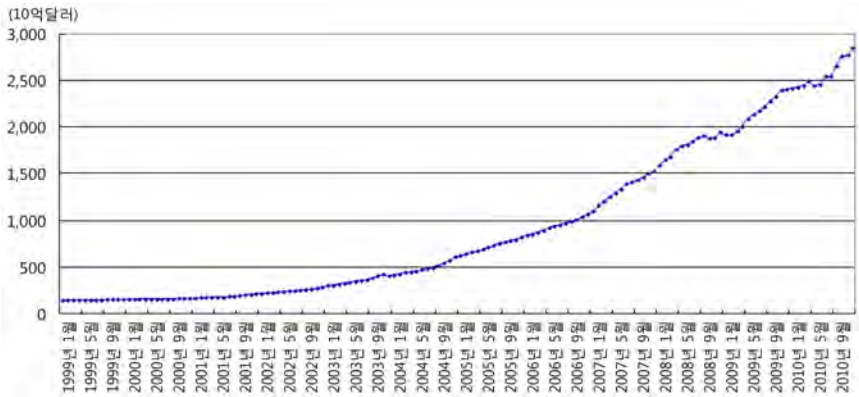
판안훼이 (중국대외경제무역대학)
판후이펑 (중국대외경제무역대학)

제1절 서 론

중국 외환관리국의 통계에 따르면 2010년 12월까지 중국 외환보유고는 2조 8,473억달러에 달한다. 10년 전 동기의 1,600억달러와 비교하면 15배 이상 증가한 수치이다(그림 11-1 참고). 이와 같은 규모의 외환보유고는 세간의 관심을 받으며 중국의 국제수지 쌍둥이 흑자로 위안화 환율문제가 끊임없이 제기된다. 중국의 대규모 외환보유고의 변화는 국제 자본시장에 영향을 미치는 주요 요인 중 하나이다.

비록 중국정부가 외환보유고의 구성을 공개하고 있지 않지만, 일부 학자의 예측 또는 미국의 발표에 따르면 대부분이 달러자산임을 알 수 있다. Molinski(2007)는 달러자산의 비중을 60~70%로 추정한다. Bardhan and Jaffee(2007)는 2000년에는 56%였던 중국 외환보유고 중 달러자산 비중은 2006년 73%로 상승하였다고 추정한다. Sheng(2010)의 계산에 따르면 2007년 말까지 중국이 보유한 자산의 67.3%가 달러자산이고, 유로자산 22%, 엔화자산 2.5%, 오스트레일리아 달러자산 4.7%, 파운드자산3.5%이다. Sheng(2010)의 계산은 미국정부가 밝힌 중국의 미국 채권자산 규모와 대체로

[그림 11-1] 1999년 이후 중국의 외환보유고 추이



일치한다. 즉, 2000년 6월 말 기준 중국정부는 9,220억달러의 미국채권을 보유하였는데, 이는 중국정부가 밝힌 외환보유고의 69%를 차지한다.

이론적 관점에서 보면 중국의 외환보유고는 지나치게 달러에 집중되어 있다고 할 수 있다. Papaioannou *et al.*(2006)에 따르면 2003년 12월 외채의 제약하에서 중국의 최적 외환보유고 구성을 달러 58.3%, 엔 15.95%, 유로 10.67%, 파운드 7.47%로 추정하였다. 만약 향후 무역에 어려움을 겪는다고 가정하면, 2004년 1월 중국의 최적 외환보유고 구성은 달러 56.23%, 엔 10.95%, 유로 10.95%, 파운드 9.97% 등이다. Wu(2007) 역시 달러자산 47~58%, 엔화자산 13~18%, 유로자산 8~10%이다. 이와 같은 학자들의 예측과 비교할 때, 중국은 달러자산의 비중을 줄이고 점차 다른 화폐자산을 늘려갈 가능성이 있다.

2009년부터 2010년 기간에 중국은 위험회피와 분산투자에 대한 고려로 영국, 그리스, 일본, 한국 등 국가의 채권자산을 증가시켰다. 이러한 측면에서 미국의 우려가 시작되었다. 중국이 미국 국채 보유를 줄인다면 국채가격 하락과 금리인상을 초래하여 미국의 추가적인 국채 발행을 어렵게 함으로써 달러의 평가절하와 시장의 공황상태를 가져올 수 있기 때문이다. 또 다른 측면에서는 중국이 일본 국채 보유를 늘리고자 하는 경우 엔화의 평가절상에 영향을 끼치지 않을까 우려한다. 서브프라임 모기지 위기 이후, 달러의

평가절하는 중국 국내에서 달러자산 보유축소 주장을 증가시켰다. 2009년 12월부터 2010년 몇 달 동안, 중국은 340억달러의 미국 국채 보유를 줄였다. 동시에 중국은 최근 일본과 스페인 등의 국채 보유를 늘리겠다고 선포하였다. 이 같은 조정의 움직임은 중국이 달러자산 처분을 통해 달러 환율과 국제자본시장에 영향을 초래한다는 우려를 가져온다.

일련의 학자들은 이미 중국의 외환보유고 분산투자가 미국 및 기타 경제에 미치는 영향에 대해 연구를 진행하고 있다. Zheng and Yi(2007), Warnock and Warnock(2009), Morrison and Labonte(2010), Lavoie and Zhao (2010), Leightner(2010) 등이 그 예이다. 본 논문 역시 중국 외환보유고 조정이 기타 국가 경제에 미치는 영향을 연구한다. 그러나 본고는 중국 외환보유고의 형성과 그 변화에 근거를 둔 분석을 시도한다. 이는 중국 외환보유고의 누적과정 및 최근의 조정 원인을 이해하는 것이 외환보유 구성의 조정이 가져올 영향을 분석하는 데 도움이 되기 때문이다.

본 장은 다음과 같이 구성된다. 제2절은 최근 중국 외환보유고가 증가하게 된 원인을 설명한다. 제3절은 중국 외환보유고 관리의 현황을 설명한다. 제4절은 최근 외환보유고 관리정책 조정 및 그 영향을 분석한다. 제5절은 중국이 전 세계적 범위에서 외환보유고를 사용한 투자구조를 조정한다면 어떤 조합이 가능하며, 이러한 조합이 기타 국가들에 미치는 영향을 분석한다.

제2절 중국 외환보유고 급증의 원인

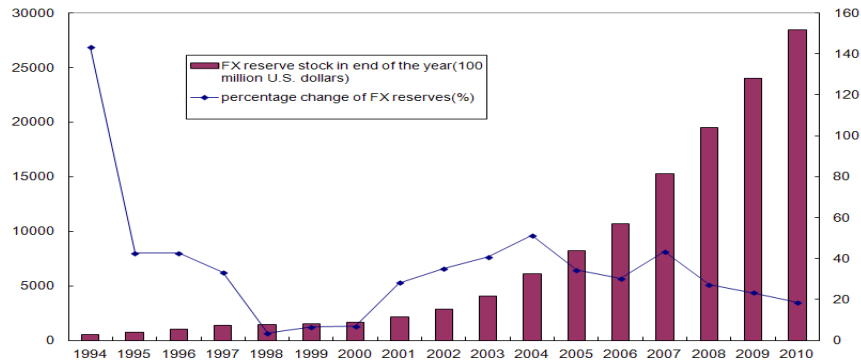
최근 아시아 국가들의 외환보유고가 급속히 증가하여 관심을 끌고 있다. 짧은 시간에 이처럼 거액의 외환보유고를 축적하게 된 원인은 무엇인가? Aizenman and Marion(2003, 2004)은 국가채무상환위험(sovereign risk)과 재정채무 부담 심화로 인한 세금 상승이 일부 국가들로 하여금 외환보유고 증가라는 예방적 수요를 창출하였다고 본다. Aizenman *et al.*(2007)은 한국에 대한 연구, Sanjay and Chandan(2008)은 인도에 대한 연구를 통해 이러한 예방적 동기가 외환보유고 증가에 중요한 영향을 끼쳤다고 보았다.

Mendoza(2010) 역시 중국을 비롯한 아시아 국가들이 동아시아 외환위기 이후 외환보유고를 증가시킨 것은 예방적 대응(precautionary responsiveness)이라고 본다. 그러나 이 같은 예방적 필요에 대하여 Jeanne(2007)은 동의하지 않는다. 그는 2000년 이후 아시아 국가들의 외환보유고 증가는 자본계정 위기의 '예방성 저축'이며, 더욱이 아시아 국가들이 수출부문의 고용과 환율 경쟁력 강화를 도모한 것의 부산물일 가능성이 크며(Dooley[2004]), 혹은 금융의 미발달로 인한 것이라고 했다(Ju and Wei[2007]; Caballero, Farhi, and Gourinchas[2006]). Cheung and Qian(2009)은 동아시아 경제체제들의 외환보유고 증가는 경쟁의식에서 비롯되었다고 보았고, Victor and Li(2010)도 이에 동의한다.

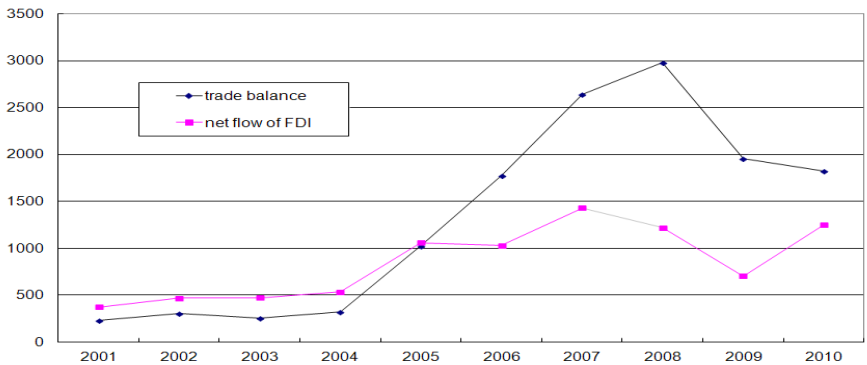
이 밖에 일련의 학자들은 중상주의 관점에서 아시아 국가들의 외환보유고 급증의 원인을 설명한다. 이에 따르면 외환보유고 증가는 이들 국가들의 수출주도형 정책에 기인한다. Aizenman and Lee(2008)는 수출증가율 감소와 구매력 평가기준에서 벗어난 환율수준은 중상주의적 동기를 보여주는 대표적인 사례이며, 신흥 경제체제의 외환보유고 축적은 중상주의적 동기를 명확히 드러내지만 기타 경제변수들과 비교하면 그 중요성은 그리 크지 않다. Durdu *et al.*(2009) 역시 중상주의는 단지 부분적으로 정확한 설명을 해준다고 보았다. Pontines and Rajan(2011)은 아시아 국가들이 환율 절상의 우려와 환율시장에의 개입 필요성이 외환보유고 증가로 이어졌다고 보았다.

그러나 중국의 경우 2011년 3월 말 기준, 외환보유고는 이미 3.04조달러에 달하였고, 이와 같은 규모는 최근 10년 사이에 누적된 것이라는 점에서 경이롭다. Zheng and Yi(2007)는 1979년 이래 중국의 외환보유고 변동과정을 다섯 단계로 구분하였는데, 2000년 이후 중국 외환보유고가 빠르게 증가한 주요 원인은 WTO 가입으로 인한 무역량 증가와 위안화 절상 예상에 따른 투기성 자본의 유입, 수출주도형 경제발전전략이라고 설명한다. 이에 부가하여 Wang(2006)은 정책 결정자의 착오가 이 같은 현상을 초래하였다고 주장한다. 즉, 외환보유고는 국가의 경제력을 강화시킴과 동시에 국민들의 사기를 진작시키고, 국제적인 평판을 높이고, 자금조달능력을 개선하고 개혁 리스크를 줄이는 작용을 한다는 것이다. 이러한 인식에 따라 정책당국은

[그림 11-2] 중국 외환보유고 증가액 및 증가율



[그림 11-3] 무역수지와 FDI 순수입

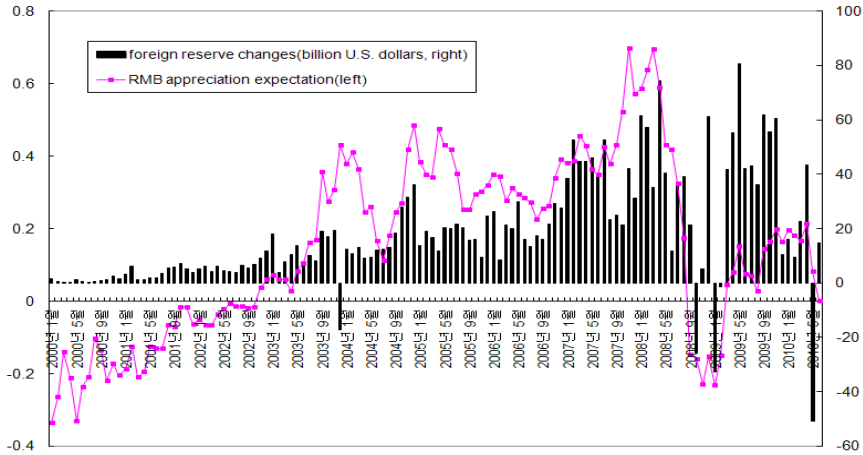


소극적인 외환관리에 치중하였다.

[그림 11-2]에서 중국 외환보유고는 2004년 이전에는 상대적으로 작은 규모였음을 알 수 있다. 1998년 전의 증가율이 비교적 높지만 외환보유고의 절대량은 적었다. 그러나 2004년부터는 연간 최저 외환보유고의 절대 규모가 이미 5,000억위안을 넘어 연 20% 이상의 성장률을 보이고 있다.

[그림 11-3]은 중국 외환보유고의 두 가지 주요 원천을 보여준다. 무역수지 흑자와 FDI 유입은 2005년에 2004년과 대비하여 큰 폭으로 증가한다. 특히 무역수지는 2008년까지 지속적으로 증가하였으며, 최근 서브프라임 모기지 위기에도 불구하고 FDI는 연간 500억위안 이상의 규모를 유지하였다.

[그림 11-4] 위안화 평가절상 기대와 외환보유고 변화



[그림 11-3]을 통하여 외환보유고의 증가를 단순히 예방성 저축 혹은 중상주의의 관점에서 이해하기는 어려움을 알 수 있다. 예방성 동기가 각국의 외환 보유 이유를 설명한다고 하지만, 2004년 이후 중국의 외환보유고가 큰 폭으로 증가한 원인을 설명하지는 못하기 때문이다. 중상주의적 관점에서 경직적인 환율제도에서 수출주도형 전략으로 인한 외환보유고 누적을 설명할 수 있지만, 왜 2004년 이후에 이처럼 외환보유고가 큰 폭으로 증가하였는지를 설명하기에는 역시 근거가 부족하다. 그 밖에도 중국이 고의로 저환율을 유지해 수출 경쟁력을 높여 왔다는 관점은(예를 들면 Bardhan and Jaffee[2007]) 왜 2004년 이전 무역흑자가 안정적 추세에 있다가(이 기간은 위안화 환율이 가장 저점에 있었을 시기임) 2004년 이후 갑자기 증가하였는지, 그리고 직접투자는 왜 같이 증가하였는지를 설명해 주지 못한다.

본 보고서는 중국 외환보유고가 2004년 이후 빠르게 증가한 주요 원인을 설명할 때 위안화 평가절상에 대한 기대감이 중요한 요소가 될 수 있다고 본다. [그림 11-4]는 위안화 평가절상에 대한 기대감과 외환보유고의 월간 변동량을 보여준다. 위안화 평가절상의 기대는 중국 외환관리국이 발표한 달러 대비 위안화 환율의 중간 가격과 위안화의 1년 만기 NDF 환율 사이의 차이를 보여준다. [그림 11-4]의 수치가 0보다 크면 위안화 절상 기대가 존

재한다는 것을 보여주는 것이고, 0보다 작으면 위안화 절하가 예상된다는 것이다. [그림 11-4]는 위안화 절상에 대한 기대감과 중국 외환보유고의 월간 변동 추세가 완전히 부합함을 보여준다. 2003년 5월 이후 위안화 절상에 대한 기대감은 계속되었으며, 위안화 절상에 대한 기대가 점차 증가함에 따라 외환보유고 또한 점차 증가한다. 2003년 이전 평가절상 혹은 평가절하에 대한 예측이 없었던 시기에는 외환보유고 규모가 비교적 안정적이었던 반면, 서브프라임 모기지 위기 시기에는 위안화의 평가절하가 강하게 예측되어 외환보유고가 감소하였다.

최근 외환관리국의 「2010년 중국 국경 간 자금이동 관리감독 보고」에 의하면 2001~10년 기간에 은행 외환결제의 흑자규모가 상품무역의 흑자규모보다 크게 나타났다. 이는 기업이 대외무역에서 (은행에) 외환을 매도할 의사가 (은행으로부터) 매입하는 것보다 더 강했기 때문이다. 또한 서브프라임 모기지 위기 이전에는 수출대금 회수의 속도가 수입대금 지급 속도보다 빨랐다. 이는 기업이 환결제를 이용하여 외환구매를 미루는 방법을 통해 위안화 절상이 가져올 손실을 회피하는 것이다. 상술한 현상은 2003년 이전보다 2004년부터 더욱 현저하게 나타난다.

또한 동 보고에 따르면 중국은 외상직접투자기업의 환어음 결제 경향이 더욱 분명해졌다. 2003~10년 사이에 외상직접투자 중 현금 출자 비중은 79%이다. 이 같은 투자는 주로 제조업과 부동산업에 집중되었다(이 두 산업에 투자된 비중은 60% 이상임). 특히 2006년부터 부동산업에 유입된 외상직접투자는 급격히 증가되기 시작하였다. 2005년 이래로 홍콩, 마카오, 타이완 및 영연방 버진아일랜드의 외상직접투자가 전체에서 차지하는 비중이 날로 높아지고 있다. 이들 자금은 전체 외상직접투자의 50% 이상이며 동시에 이곳의 외상직접투자 중 일부는 다시 돌아갈 투자의 성격을 지녀서(즉, 외부의 실질적인 통제인이 국내 기관과 개인의 FDI로) 그 투기성을 보여준다.

이와 같이 위안화 절상의 기대는 대외무역기업과 외상투자기업들이 환위험 회피와 위안화 절상을 이용한 환차익 동기를 초래한다. 이러한 행위는 각 경제주체들의 은행에 대한 외환결제를 조기에 하도록 유도하는 동시에 금융당국 입장에서는 지나치게 빠른 속도의 위안화 절상의 압력을 희석하기

위하여 수동적으로 외환보유고를 축적하게 한다.

물론 위안화의 가치 상승 기대가 있는 경우에 투기성 자본은 더 쉽게 중국에 유입된다. 이것 역시 중국인민은행이 외환보유고를 증가시키는 한 원인이다. 그러나 투기자본이 중국에 유입되는 과정은 불법적인 유입을 제외하면 (수출이나 FDI를 통하여) 합법적임에도 불구하고 그 수치를 쉽게 가늠하기 어렵다. 국가외환관리국의 보고에 따르면 핫머니는 분명히 존재하지만 그 규모가 크지 않다고 한다. 핫머니가 어떠한 경로를 통하여 중국에 유입되든, 분명한 것은 중국 외환보유고의 증가와 위안화 절상은 밀접한 관계가 있다는 것이다.

비록 중국의 외환보유고가 급격히 증가하더라도 중국정부는 그 원인과 출처를 명확히 밝히지는 않을 것이다. 핫머니의 규모에 대한 예측은 쉽게 동일한 결론을 내릴 수 없다. 張明・徐以升(2008)이 2008년 6월 기준으로 추정한 바에 따르면, 핫머니의 총규모는 1조 7천억달러에 달한다고 한다. 당시 국가외환관리국이 공표한 외환보유고 총량이 1조 8천억달러라는 것을 감안하면 핫머니가 외환보유고를 넘어서는 규모로 존재한다는 것이다. 그러나 국가외환관리국이 공표한 핫머니 규모는 매우 작아서 무시할 정도라는 것이다. 핫머니에 대한 우려는 중국정부가 향후 외환보유고의 대부분을 유동성이 큰 달러자산으로 보유하도록 하는 중요한 원인을 제공한다.

제3절 중국 외환보유고의 관리 현황

중국에는 외환보유고 보유가 가능한 부서가 두 개 있다. 국가외환관리국(SAFE)과 중국투자공사(CIC)이다. 국가외환관리국은 중앙정부 산하이며 중국투자공사는 재정부 직속의 100% 국유투자회사이다. 외환관리정책 측면에서 두 기관은 서로 다른 역할을 수행한다.

1. 국가외환관리국(SAFE)

중국인민은행이 관할하는 국가외환관리국은 외환보유고의 주요 관리자이다. 국가외환관리국의 설명에 따르면 외환보유고는 안전성, 유동성, 가치증대의 원칙에 따라 신중하고 규범적이며 적극적으로 운용되어야 한다. 그러나 구체적인 자산의 보유는 대외무역 구조에 부합하여야 하며 금융시장의 수용능력 등의 제약조건을 고려하여야 한다. 따라서 장기적인 외환보유고 투자는 "달러 위주로 하되 적정한 정도의 분산화를 시도하여 비교적 안정적인 다원화된 외국환 구조"를 형성하는 것이다. 외환보유고 운영은 "시종일관 신중한 투자 태도와 방식을 유지해야 하며, 주요 화폐와 안정성이 높은 자산 간의 분산투자"의 원칙을 유지해야 하기 때문에 실제 운용에 있어서 외환보유고는 달러자산에 집중하게 된다.

외환보유고 운용원칙으로 국가외환관리국은 '안전성'을 곧 '다원화, 장기적 투자, 전략적 투자'로 해석하고 있다. 다원화라는 것은 분산투자를 의미하는데 여러 종류의 화폐자산에 투자하는 것을 의미한다. 장기적 투자는 자산구조를 확정할 때 종합적으로 각종 자산의 리스크와 수익, 시장발전 추세 등을 고려하는 것이다. 전략적 투자는 화폐구조를 결정할 때 중국의 국제수지 구조와 대외지불의 필요성, 해외 화폐와 국제금융체제의 발전 추세를 종합적으로 고려하는 거시적이고 전략적인 요소를 의미한다.

'유동성'은 국제수지 지불을 위한 소요분을 제외하고라도 여전히 국가발전의 전략적 요구를 만족시키며 자본의 대규모 유출 시 금융안정을 유지하는 것을 의미한다. 이는 외환보유고의 관리가 자산가치의 안정성을 도모하는 기초하에서 대외채무 지급을 보장하며, 경제발전목표와 위기대처능력에 기여하는 것을 가능하게 한다. 따라서 외환보유고 중 일정 규모는 유동성이 큰 단기 자산일 필요가 있다.

'가치증대'는 외환보유고 운용에서 장기적인 이윤창출능력을 의미한다. 이는 국가외환관리국이 분산투자를 통해 일정 수익을 내기를 희망하며 이를 통해 자산 안정성을 높이려는 의도이다. 분산투자를 할 경우 외환관리국이 자산 자체의 잠재력, 즉 대상국가의 안정성 및 장기 발전 가능성, 혹은 특정

산업의 미래발전 전망을 중시한다는 것이다.

상술한 원칙으로 볼 때, 국가외환관리국은 여전히 정부 국채를 주요 자산으로 삼는데 이는 안정성이라는 목표를 충족시키기 위한 것이다. 일정 수준의 유동성을 보장하기 위하여 이 같은 정부채권 중 일정 비율은 단기 채권으로 투자하며, 그 비중이 대외수지로 인한 필요와 리스크 상황에 맞게 조정된다. 즉, 리스크가 증가하는 시기에는 단기 채권 보유를 늘리고 예측 불가능한 사건이 발생할 때 활용하여야 한다. 가치증대라는 목표를 실현하기 위하여 국가외환관리국 역시 미래 경제성장이 안정적으로 유지될 국가의 채권, 특히 수출경쟁력이 있으면서 대외무역 흑자를 유지하며 대외채무 혹은 재정적자가 상대적으로 적은 국가가 발행하는 채권의 보유를 늘릴 것이다.

이러한 관점에서 미국 금융시장의 규모와 자산 안전성을 고려하면 중국은 달러자산을 대규모로 줄일 수 없지만, 중국의 대외수지구조의 변화에 따라 (최근 유럽, 한국, 오스트레일리아로부터의 수입이 날로 증가하고 있고 미국, 일본의 비중은 점차 줄어들고 있음) 중국은 관련 국가로의 분산투자를 할 가능성이 있다.

서브프라임 모기지 위기 이후 국가외환관리국은 2010년 6월 약 4조유로의 스페인 10년 만기 장기 국채를 구입하며 유럽, 일본, 한국, 오스트레일리아 등 국가들의 채권을 매수하고 있다. 2009년 8월부터 2011년 3월까지는 한국의 채권을 지속적으로 구매하여 7조 6,300억원의 규모를 보유하고 있다. 동시에 여러 차례의 일본 국채를 매입하였다. 일본 재무성의 수치에 따르면 중국은 2010년 1월부터 7월까지 2조 3,100억엔(274억달러)의 일본 국채를 사들였다.

서브프라임 모기지 위기 이후로 중국의 외환보유고 구조의 또 다른 변화는 정부채권 보유가 감소하다가 다시 증가하는 과정을 거쳤다는 것이다. 중국이 보유한 달러자산의 구조(표 11-1 참조)에서 볼 수 있듯이 2000년 3월 중국이 보유한 미국 자산 중에 국채가 차지하는 비중이 77%에서 감소하여 2008년 6월 44%까지 감소하였다. 서브프라임 모기지 위기 이후 미국 정부채권의 비중은 지속적으로 상승하여 2010년 6월에는 69%에 달하였다. 이런 조정이 보여주듯이 중국의 외환보유고 관리는 고수익과 회사채 위주에서 최

근 2년간 다시 안전성을 추구하는 방향으로 전환하였다.

2. 중국투자유한책임회사(CIC)

중국이 외환보유고를 증가시키는 제2의 경로는 2007년 9월에 설립된 국부펀드, 즉 중국투자유한책임회사(CIC)를 통해서이다. 이는 재정부가 발행한 특별 국채 1조 5,550억위안을 이용하여 인민은행의 외환 2,000억달러를 구매하면서 설립되었다. 중국투자유한책임회사를 설립한 주요 목적은 국가의 외환을 사용한 다원화된 투자를 실현하여 리스크 회피가 가능한 장기적 수익 획득, 거시경제 발전과 금융체제 개혁 심화에 기여하기 위해서이다. 해외투자 외에도 중국투자유한책임회사는 100% 출자의 자회사 중앙회금공사(中央匯金公司)를 설립하였다. 상기 회사는 주요 국유금융기관에 대한 지분투자를 담당한다.

2009년 연도보고서에 의하면 2009년 말 기준, 중국투자유한책임회사의 해외 선진국 및 개도국에의 투자규모가 시장가 811억달러에 달한다. 투자방식으로는 직접투자방식과 국제적으로 지명도가 높은 투자회사에 위탁하는 방식, 사모펀드회사에 투자하는 방식이 있다. 2009년 말 투자 구성은 주식투자 36%, 고정수익형 증권 26%, 현금 및 현금성 상품에 32% 등이다. 이러한 투자 구성은 중국투자유한책임회사가 수익성 향상에 적극 나서고 있지만 동시에 안전성도 고려하고 있다는 것을 보여준다. 투자 지역을 보면 주식투자 중 43.9%의 투자가 북미지역에 집중되고 북미와 아시아를 합한 비중은 92.8%에 달하였다. 고정수익형 증권 투자 중 정부채권은 44%, 기관채권과 회사채가 40% 정도 된다. 중국투자유한책임회사는 직접투자도 하는데 그 대상은 석유, 광산업 등 원자재 산업에 집중되어 있다. 이는 이들 산업이 전략적 중요성을 가질 뿐 아니라 고수익을 올리는 것이 가능하기 때문이다.

서브프라임 모기지 위기 이후 세계경제의 경기회복이 미약하고 불확실성이 증대된 상황에서 외환시장과 자본시장의 동요는 피하기 어렵다. 이에 중국투자유한책임회사는 투자에 있어서 자산 안전성 제고를 도모하는 동시에 거시경제 발전의 목표에 부합하는 전략적이고 장기적 전망이 밝은 산업에

직접 투자하거나 비(非)금융 투자에 집중하리라 전망된다.

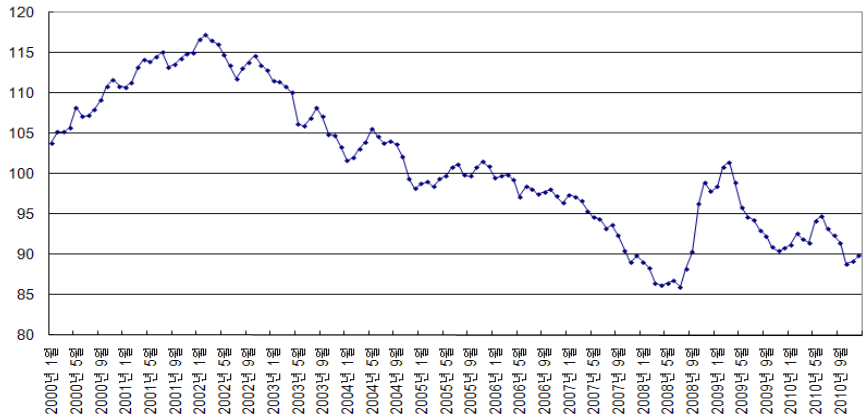
국가외환관리국과 비교하여 중국투자유한책임회사는 수익성을 보다 중시한다. 비록 국가외환관리국과 마찬가지로 장기적·전략적 투자를 중시하지만, 자산 포트폴리오는 고정수익형 증권보다는 수익성 자산을 중심으로 구성되어 있다. 투자대상은 더욱 광범위하고 다양한 국가들의 다양한 자산으로 구성되어 있다. 그러나 주식형 자산의 포트폴리오는 선진국인 북미지역 자산을 많이 포함하고 있고, 고정수익형 증권의 가장 큰 비중 역시 정부채권이라는 점에서 수익성과 안전성을 모두 추구하고 있음을 알 수 있다.

제4절 최근 중국 외환보유 관리정책의 조정

2011년 3월 16일 「국민경제와 사회발전 제12차 5개년규획 강요」에서 중국정부는 외환관리체제의 개혁과 위안화의 대외 사용 확대, 위안화 자본항목 태환자율화의 점진적 추진을 추구함을 명시하였다. 외환보유고의 경영관리를 개선하여 그 활용범위를 넓히고 수익률 수준을 제고하기 위함이다. 이는 중국이 5개년계획에서 처음으로 외환보유고 관리문제를 언급한 것이다. 또한 2011년 3월 5일 원자바오 총리의 정부 보고에서 "외환보유고 투자와 위험관리의 강화, 수익성 제고"를 언급하여, 현재 중국정부가 외환보유고 관리에의 중시와 관련 관리정책의 변화를 시사하고 있다.

중국정부의 외환보유고 관리에 있어서 태도 변화의 원인은 첫째, 최근 중국 외환보유고가 지속적으로 큰 폭으로 증가하였다는 점이다. 경직된 환율제도와 위안화 절상에 대한 기대감으로 중국 외환보유고는 최근 급속히 증가하였다. 2006년 2월부터 중국은 일본을 추월하여 세계 최다 외환보유국이 되었다. 정부발표 통계에 따르면, 2000년 12월 중국의 외환보유고 1,655.74억달러에서 2010년 말에는 28,743.38억달러로 연간 성장률이 33%에 달한다. 물론 이는 위기대응력이 커졌음을 의미하지만 거액의 외환 보유는 외부위험에 노출되었음을 의미하기도 한다. 달러의 평가절하는 중국 외환보유고 가치 변화를 가져오는 중요한 요소로 달러의 명목유효환율은 2000년 12월부터

[그림 11-5] 미국 달러화의 명목실효환율



2010년 12월까지의 기간 동안 20% 하락하였다(그림 11-5 참고). 특히 2002년 1월부터 2008년 7월 기간에 달러가치 하락은 26%에 이르러 실제 가치에 있어 외환보유고의 증가분을 상쇄하였다.

둘째, 서브프라임 모기지 위기 이후 달러환율의 대폭 변동과 미국의 양적 완화정책 실행은 중국이 보유한 달러자산의 가치를 감소시켰다. 중국이 보유하고 있는 외환자산의 대부분은 달러자산으로, 이 중 미국 국채가 상당 부분을 차지한다. 미국 재정부 발표에 따르면 2010년 6월 말 중국이 보유한 달러자산은 16,107억달러로 중국의 전체 외환보유고의 65.6%를 차지하며, 이 중 미국 국채가 69%를 차지한다. 이는 중국으로 하여금 미국의 정책 변화에 대한 민감도를 높였다. 2009년 3월 13일 제11기 전인대 제2차 회의 후, 기자 간담회에서 원자바오 총리는 중국은 미국자산의 안전성에 대하여 우려하고 있으며 미국정부가 중국이 보유하고 있는 자산의 안정성을 보장해주기를 촉구하였다. 그러나 미국 국내 경기불황의 영향으로 미국 연방정부는 2010년 제2차 양적완화정책을 시행하였고, 이는 중국의 우려를 가중시켰다.

셋째, 더욱이 중국경제는 국내적으로 구조조정이 요구되었다. 중국은 산업구조 고도화와 경제발전방식의 전환에 직면하고 있었다. 장기간 수출 주도의 경제발전방식은 중국이 거액의 외환보유고를 누적할 수 있도록 하였으나 동시에 인플레이션을 초래하였다. 서브프라임 모기지 위기 이후 대외적

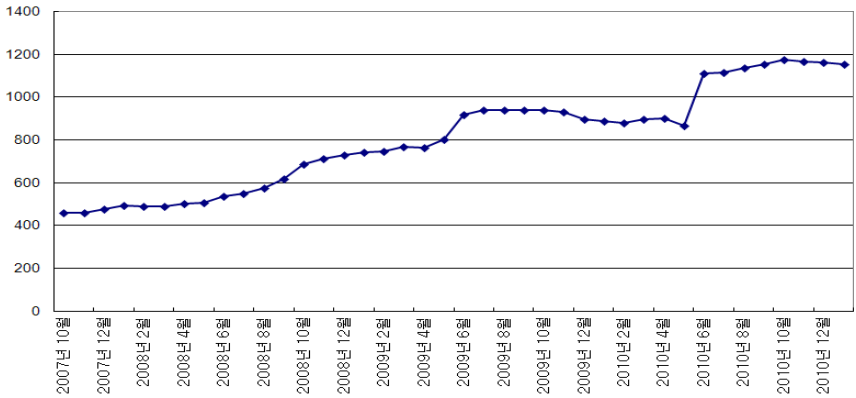
인 수요 감소와 위안화 절상은 산업구조조정과 경제발전방식 전환이 당면과제인 것으로 드러났다. 2010년 12월 중국 중앙경제공작회의에서 수입증대를 통하여 거시경제 균형과 경제구조조정에 중요한 역할을 강조하는 내용이 통과되었다. 또한 적극적으로 해외에 진출하는 '走出去' 전략도 강화하기로 하였다. 그러나 전 세계적인 경기의 일시 회복으로 석유를 비롯한 원자재 및 식품 가격이 상승하였다. 2011년 정부공작보고에서 원자바오 총리는 중국이 주요 공산품 공급이 수요를 초과하고, 양식 비축분이 충분하고, 외환보유고도 많은 등 유리한 상황이지만 수입형, 구조적 인플레이션 확장의 불리한 영향을 적극 제거해 나가겠다고 밝혔다. 이는 향후 중국 역시 외환보유고를 사용하여 산업구조 고도화와 국내 인플레이션 문제에 대응하겠다는 의미로 해석된다.

국제 및 국내적 요인에서 볼 때, 지나치게 많은 외환보유고의 유지는 위험부담을 가중시킬 뿐만 아니라 달러의 범람 및 전 세계 인플레이션의 상황에서 외환보유고를 통한 조정 작용을 할 수 없다. 따라서 중국 외환보유고 관리방식의 조정은 매우 급박한 것으로, 다음과 같은 방식으로 진행되고 있다.

첫째, 외환보유고 중 달러자산이 차지하는 비중이 가장 크지만 외환보유고의 분산투자 역시 지속될 것이다. 현재 미국 국채는 여전히 상대적으로 안전한 자산이며, 미국의 금융시장 규모가 큰 만큼 향후 경제회복과 더불어 미국 국채에 대한 전 세계 수요도 다시 회복될 것으로 보인다. 이는 중국이 미국 국채 보유를 대폭 감소하는 일은 없을 것이지만, 리스크 분산과 수익성 강화를 위해 달러자산 보유 수준의 조정을 거치는 것은 반드시 필요하다는 것이다. 2009~10년 사이에 중국은 유로지역과 영국, 일본, 한국, 스페인 등 국가의 국채자산을 투자다원화정책의 차원에서 구매하였다. 그 외에도 중국정부는 위안화 국제화를 적극적으로 추진하고 있어, 2009년 7월 6일 상하이에서 대외무역결제에 위안화가 정식으로 사용되었다. 위안화의 대외무역결제는 달러에 대한 장기적인 의존성을 줄이고 위안화의 국제지위를 상승시켰다.

미국 재정부의 통계에 따르면, 서브프라임 모기지 위기 이후 중국은 2009년 7월부터 2010년 5월까지, 그리고 2010년 10월 이후 현재까지 미국 국채

[그림 11-6] 중국의 미국 재무성 채권 보유 추이



보유를 감소시켰다. 비록 전체적으로 근본적인 변화가 나타나지는 않지만 점진적으로 중국의 미국 국채 보유 증가속도는 감소하고 있다. 중국은 서브프라임 모기지 위기기간 동안 보유하고 있는 미국 국채의 총액을 조정했던 것으로 보인다.

둘째, 중국이 보유하고 있는 달러자산은 구조적 조정을 필요로 한다. 중국이 보유한 대규모의 미국 자산은 달러가치 하락으로 중국에 일정 정도의 손실을 초래하였다. 그러나 구조 전환은 외환보유고의 유동성과 안정성을 전제로 한다. 〈표 11-1〉에서 보듯이, 장기간에 걸친 미국의 장기국채와 정부기관채는 중국이 보유하고 있는 미국 자산의 주요한 형태이며 주식 및 단기 채권의 규모는 비교적 작다. 이는 중국이 과거에 보유했던 미국 자산이 안전성 위주였던 것으로 유동성과 수익성은 차순위였기 때문이다. 그러나 서브프라임 모기지 위기 이후 추세 변화가 시작되었다.

2009년 중국이 보유하고 있는 미국 자산 중에서 주식, 기관채와 회사채를 대량 매각하고 장기채와 단기국채 보유비중을 증가시켰다. 그중 리스크 회피를 위하여 단기국채의 비중이 증가하였다. 그러나 미국경제가 2010년 완만한 회복세를 보임에 따라 중국은 다시 미국의 국채 보유를 늘렸으나 정부기관채와 회사채의 매각은 지속적으로 유지하였다. 동시에 일본, 한국 등 기타 국가의 채권 보유를 증가시켰는데, 이는 단기 국채는 중국이 위험회피를

〈표 11-1〉 중국이 보유한 달러자산의 규모와 구성

(단위: 억달러)

	총계	주식	장기채					단기채		
			국채	정부기관		기업		국채	정부기관	기업
					ABS		ABS			
2000.3.31	920	10	710	200						
2002.6.30	1,810	40	950	590		110		10	110	0
2003.6.30	2,550	20	1,470	910		120		0	30	0
2004.6.30	3,410	30	1,890	1,150	150	160	60	50	130	0
2005.6.30	5,270	30	2,770	1,720	560	360	70	210	180	10
2006.6.30	6,990	40	3,640	2,550	1,070	590	150	80	80	10
2007.6.30	9,220	290	4,670	3,760	2,060	280	110	110	110	10
2008.6.30	12,050	1,000	5,220	5,270	3,690	260	70	130	170	0
2009.6.30	14,640	777	7,571	4,540	3,580	152	20	1,585	2.4	11.3
2010.6.30	16,107	1,265	11,081	623	2,977	94	16	40	0.75	8.5

주: ABS는 자산유동화증권(asset-backed securities)임. ABS의 기초자산은 자동차대출, 신용카드대출, 주택 및 상업 모기지 대출, 학자금 대출 등을 포함.

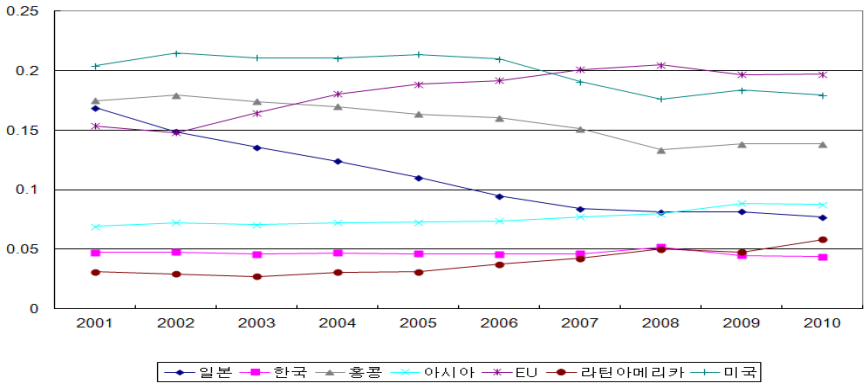
자료: Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities(각년호).

위하여 달러자산 구조를 조정하는 주요한 수단이라는 것을 의미한다. 과거와 비교할 때, 중국은 미국 자산의 수익성과 안전성을 더욱 중시하고 있다.

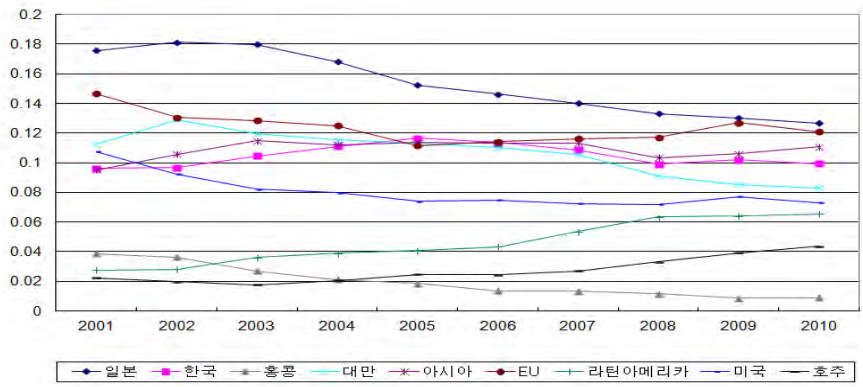
셋째, 최근 몇 년간 위안화 가치 상승과 국내 생산원가가 높아짐에 따라 산업구조 고도화와 경제발전방식의 전환 필요성이 긴박하게 제기되었다. 과거 수출 중심의 경제발전방식으로 인해 다량의 외환보유고를 쌓게 되었다. 수출과 외국인 직접투자의 상대적 중요성은 약화되고 기술 도입과 낙후산업 구조조정, 수입 및 대외직접투자의 중요성이 상대적으로 커졌다. 또한 최근 석유가격, 광산품 등 원자재의 가격이 대폭 상승함에 따라 중국의 산업 안정성과 국내 물가에 부정적인 영향을 주고, 외환보유고 보유에 따른 기회비용을 높인다. 산업구조 고도화와 국내 물가안정 문제는 중국의 장기 성장과 밀접한 관련이 있는 만큼 그 중요성은 해외 금융자산 보유로 인한 수익성 증대보다 더욱 큰 문제이다. 따라서 향후 외환보유고 보유의 방식은 국내 경제문제 해결을 보조하는 수단으로서의 중요성이 강조될 것이다.

중국은 달러환율제도를 주시하고 있는데, 미국에 집중된 중국의 무역구조는

[그림 11-7] 중국의 국가별 수출비중



[그림 11-8] 중국의 국가별 수입비중



외환보유고 구조에서도 달러자산에 비교적 의존하게 한다. 그러나 최근 위안화 국제화 전략과 무역구조 분산화로 달러에 대한 의존성이 줄어들고 있다. [그림 11-7]에서 보듯이, 2001년 미국은 중국의 제1 수출대상국이었지만 2007년부터 유럽에 추월당하였다. [그림 11-8]에서 2001년에 미국은 여전히 중국의 네 번째 수입대상국이었지만 2010년에는 이미 6위로 하락하였다. 일본과 유럽이 중국의 수입대상국에서 각각 1위와 2위를 차지하고 있다.

마지막으로 중국 국내의 일부 학자는 현재 달러 범람과 경제회복으로 인한 인플레이션 압력이 점진적으로 증가하면서 실물형 금융자산의 구매를 증

가시킬 필요가 있다고 제기하였다. 그 예로 상품화폐와 자원분야 산업의 주식보유량 등을 늘려야 한다는 것이다. 이 역시 외환보유고의 수익성을 향상시키는 데 도움이 되며 또한 가치 안전성을 보장한다.

어떤 국가라도 거액의 외환 보유는 일종의 자원낭비이다. 외환보유고가 한 국가의 자산에 지나치게 집중되는 위험을 감수해야 됨을 의미한다. 따라서 향후 중국의 외환 보유의 분산화 투자는 필연적인 추세이다. 그러나 미국 금융시장의 규모를 감안하면 달러는 여전히 주도적인 지위를 차지할 것으로 보인다. 동시에 국내 경제의 장기적 성장 측면에서 중국의 거액 외환 보유는 대외수입과 대외직접투자를 지원하는 데 더 많이 사용될 수도 있다. 이 역시 외환보유고 위험부담을 분산시키는 중요한 방법이다.

주목해야 할 점은 외환보유고 분산화가 미래 달러자산 집중을 낮추는 중요한 수단일지라도, 이러한 추세가 중국이 기타 국가의 채권 등 자산을 지속적으로 증가시킨다는 것을 의미하지는 않는다. 중국 외환보유고의 분산화 역시 중국의 발전전략을 고려하여 한 수단으로 사용될 것이다.

2011년 2월 9일 중국 국가외환관리국은 「외부위험에 대한 적극적인 대응과 외환 보유 경영관리 수준의 제고」라는 보고서를 발표하였다. 동 보고서에서 외환 보유의 경영방식에 대해 상세히 밝히고 있다. "장기적이고 전략적인 시각을 견지하고 국가의 대외지출, 국제화폐와 금융시스템의 발전 추세와 주요 국가들의 경제와 금융시장의 잠재력 등 여러 요인들을 종합적으로 고려하여 화폐의 분배와 자산 구조를 개선하고 시의적절하게 조절한다. …… 또한 앞으로 5년 안에 새로운 투자 전략과 방식을 적극적으로 탐색해야 할 것임을 지적하였다. 첫째는 경제구조조정을 가속화하여 국제수지의 기본적 균형을 촉진시키고, 자금 유입과 외환보유고의 투자 압력을 낮춰야 한다. 둘째는 투자전략의 다원화를 고수하는 동시에 점진적으로 투자범위를 확대한다. 외환보유고의 경영에 있어서의 위험부담 대응능력에 대한 심층적 연구와 분석으로 투자범위, 투자상품과 투자수단에 대한 지속적인 연구를 확대하고 장기 전략적인 투자철학을 견지해야 한다. 또한 신중한 평가를 기초로 한 점진적인 다원화된 투자를 추진하고 외환 보유의 안정성, 유동성 확보와 가치상승의 목표를 실현해야 한다." 이와 같은 보고서 내용은 상술

한 본고 분석 내용의 신뢰성을 보장하는 근거를 제공한다.

제5절 중국 외환보유고 조정의 영향

자본 유동성이 대상국가에 미치는 영향은 논쟁적인 주제이다. 자본이 대규모로 유출된 국가는 국내 화폐 평가절하, 금융시장 불안정, 외환위기 등이 초래된다. 자본 유입은 또한 평가절상과 국내 화폐정책을 무력화할 것이라는 우려를 발생시킨다. 미국 재무부 TIC통계에 따르면, 중국은 2008년 9월부터 일본을 추월하여 미국 국채를 가장 많이 보유한 국가인 동시에 미국 국채의 주요 구매자이다. 그러나 서브프라임 모기지 위기는 중국이 보유한 미국 국채 및 기타 자산구조를 조정하도록 하였으며, 이는 일본, 한국 등 기타 국가의 국채를 구매하게 하였다. 이러한 조정은 일본, 한국 등 국가들로 하여금 우려를 불러일으킨다. 만약, 중국이 미국 채권 보유를 줄이고 지속적으로 기타 국가들의 채권을 증가시킨다면, 이러한 기타 국가들에는 어떠한 영향을 미치게 될 것인가?

1. 중국 외환보유고 구매가 유입국에 주는 영향

가. 금리하락

중국 외환보유고 변화의 영향에 대하여 가장 먼저 주목받는 국가는 아마도 미국일 것이다. 2004년 미연방준비제도이사회가 연방기금 금리를 올렸으나, 10년 만기 국채금리는 상승하지 않았을 뿐 아니라 오히려 하락하였다. 이 '그린스펀의 수수께끼'(Greenspan[2007])는 서브프라임 모기지를 일으킨 원인 중 하나라 지적되기도 한다. 또한 2011년 3월 10일, 한국 중앙은행이 기준 금리를 2.75%에서 3%로 상향 조정 후, 당일 채권금리는 오르지 않았고 오히려 떨어졌다. 당일 5년 만기 국고채와 10년 만기 국고채 금리는 전날보다 0.14%p 떨어졌고, 이때 사람들은 중국을 떠올렸다.

일부 학자들의 연구에서 중국의 외환 보유 조정이 끼친 영향에 대한 증거가 제시되었다. Warnock and Warnock(2009)의 실증연구에서 외국자본 유입이 미국의 장기 금리에 분명한 영향을 주었다는 것을 발견하였다. 비록 외국자본 유입이 되지 않았다고 해도 미국 10년 만기 국채금리는 (외국자본 유입 시와 비교하여) 150bp 상승했을 것이다. 이것은 외국자본 유입이 미국의 장기 국채금리를 하락시켰음을 의미한다. 또한 Bernanke *et al.*(2011)은 국제자본의 움직임이 채권수익률과 그 밖에 안전해 보이는(apparently safe) 미국 자산, 특히 담보부 ABS 등 자산의 수익률에 일정 정도 영향을 미쳤다고 주장한다. 세계적으로 과다 저축 국가들(global saving glut countries, Bernanke[2005, 2007])의 자산 안전성을 추구하는 행위와 국내 금융시스템의 약점 간 상호 작용은 이러한 위기를 초래하였다.

단기국채 이자율에 대해 Warnock and Warnock(2009)은 주로 정부 정책 조정의 영향을 받으며, 외국자본 유입으로 인한 영향은 비교적 작아서 대략 장기채권 금리 변화의 1/2 정도로 판단한다. 반면에 연방기금 이자율이 단기국채 수익률에 주는 영향은 매우 명확하다.

상술한 연구의 결론은 채권의 공급량이 주어진 상황에서 도출한 것이다. 채권 공급량은 고정되어 있으며 외국자본(중국의 관방 외환보유고와 같은)의 자국 채권 구매는 자국의 채권가격을 향상시키고 채권 수익률은 감소시킨다. 만약 자국이 긴축적 화폐정책을 실시한다면 오히려 긴축효과를 상쇄할 것이다. 즉, 본국의 화폐정책 자율성에 영향을 주는 것이다. 그러나 만약 본국의 채권 공급이 증가하고 중앙은행이 공개시장조작을 한다면, 외국자본 유입은 본국의 긴축정책에 큰 영향을 주진 못한다.

나. 평가절상

외국 정부의 외환보유고의 유입은 목표 국가의 외환시장에 해당 국의 화폐 수요를 증가시키고, 화폐의 평가절상을 초래한다. 실제로 환율 평가절상은 수출국의 경쟁력 약화를 야기한다. 이것은 개발도상국들에는 가장 부정적인 영향이라고 여겨진다(Edwards[1998]; Agenor[1998]; Lartey[2008]).

이러한 관점은 최근 Combs *et al.*(2011)에 의해 증명되었다. 그들은 개인과 정부 측 자본의 유입이 모두 화폐의 실제 평가절상을 초래한다고 여겼다.

그러나 선진국에서는 이러한 영향이 명확하지 않다. Brooks *et al.*(2001)의 Double Threshold GARCH model에 따르면, 양(+)의 지분투자가 1995~2000년 사이의 유로화와 달러의 환율변동을 설명할 수 있으나 달러-엔화의 환율변동을 설명할 수는 없다. 엔화 환율에 대해 정부채권자본의 이동효과는 통계적으로 유의하나 부호는 반대이다. 이에 대해서는 일본이 지속적으로 미국 채권을 구매하기 때문인 것으로 설명할 수 있다.

Siourounis(2003)는 5개 국가의 자본이동과 환율 간의 관계를 고찰하였다. 영국, 독일, 스위스에서는 미국 자산에의 지분투자가 환율에 현저한 영향을 주었다. 그러나 미국 채권 구매의 영향은 나타나지 않는다.

상술한 연구에 따르면 자본이동과 환율 간의 관계는 일치되지 않는다. 그러나 자본 유입국의 화폐가 절상되고 추가적인 평가절상을 미리 예상하게 되면, 이는 개인투자자본의 유입을 가져와 경기과열과 인플레이션을 야기시킬 수 있으며 긴축정책의 효과를 상쇄할 수 있다.

상술한 바와 같이 자본유입에 따른 영향 때문에, 자본유입국은 일반적으로 자본유입이 본국에 초래하는 부정적 영향을 줄이는 상쇄정책을 채택하게 된다. 그러나 IMF(2007)는 이와 같은 상쇄정책이 화폐의 실제적인 평가절상을 막을 수 없으며 결국에는 인플레이션을 가져올 수 있다는 것과, 동시에 명목이자율의 상승도 자국화폐의 평가절상과 밀접한 관련성이 있음을 발견하였다. 이는 높은 금리가 더 많은 자본 유입을 촉발하기 때문이다.

이 외에 자본 유입을 제한하는 조치 역시 화폐의 실제 평가절상과 경제의 연착륙에도 도움이 되지 못한다. 그러나 IMF(2007)는 대규모의 자본 유입을 동반한 비교적 작은 폭의 평가절상은 자본의 급격한 유출 시 경제의 취약성을 방지하는 데 도움이 된다고 여긴다.

2. 중국의 외화자산 매각이 해당 국에 주는 영향

가. 금리상승

외국의 공공기관이 보유하고 있는 다른 국가의 채권자산을 매각하고자 할 때, 이는 채권가격의 하락과 금리상승을 초래하기도 한다. Bardhan and Jaffee(2007)는 중국이 미국 채권 보유를 줄이는 동시에 유럽국가 채권 구매 시에 미국에 미치는 영향을 분석하였다. 이들의 분석에 의하면 이러한 조치는 미국 금리수준을 상승시킬 것이다. 그 원인은 먼저 정부채권 매각을 통한 직접적인 영향과 미국 채권 매각 시, 달러 평가절하를 유발해 인플레이션 압력을 조장하게 되고, 정부는 물가를 억제하기 위하여 금리를 높이는 긴축조치를 취할 것이기 때문이다. 이에 부가하여 달러의 평가절하는 총수요를 증가시켜 금리상승을 초래한다.

Warnock and Warnock(2009)은 만약 외국기관이 미국 국채 구입을 중단하면 미국 국채금리는 90bp 오를 것이고, 외국기관이 이미 비축한 미국 정부 및 기관 채권을 매각하는 경우에도 국채금리가 90bp 오를 것이라 전망했다.

그러나 대규모 매각은 위험부담을 증가시키고 자기이익에 손해를 주기 때문에 채권매각은 점진적으로 이루어져야 하며, 중국 보유자산의 점진적 매각이 기타 자본 유입으로 보충된다면 채권수익률의 상승이 크지 않을 수도 있다. 또한 그 매각행위가 개인자본의 공황을 유발하지 않는다면 금리는 대폭 상승하게 될 것이다.

나. 화폐의 평가절하

정부 외환보유고의 유출로 자본유출국의 화폐는 평가절하된다. 평가절하의 정도는 자본유출의 규모에 달려 있고, 대규모의 유출은 자국화폐의 대폭적인 평가절하를 초래할 뿐 아니라 동시에 추가적인 평가절하의 예상을 가져와 위기를 야기할 수 있다. 이에 대해서 Leightner(2010)는 BD-RTPLS 추정방법을 이용하여 중국 외환보유고의 변화가 달러가치에 미치는 한계적 영

향을 분석하였다. Leightner(2010)에 의하면 중국이 1%의 외환보유고를 매각할 때 달러가치가 0.44% 하락하며, 매입정책과 비교하여 매도정책이 달러가치에 주는 상대적 영향이 크다는 것을 발견하였다. 또한 Lavoie and Zhao(2010)는 3국(중국, 미국, 유로화 지역)의 stock과 flow 모형을 이용하여 중국 외환보유고의 다원화를 연구하였다. 이들에 의하면 중국이 달러 보유비중을 줄이고 유로화 비중을 증가시키는 것이 중·미 쌍방에 이익을 주지만, 유로화 지역에는 부정적인 영향을 줄 수 있다는 점을 발견하였다. 이는 유로화 지역에 상대적으로 달러와 인민폐 모두에 대하여 평가절상이 되기 때문이다. Lavoie and Zhao(2010)의 결론 대부분은 합리적이지만, 화폐의 평가절하 및 경제적 장점만을 고려하였다는 점에서 문제가 있다.

더욱 관심이 집중되는 문제는 자본의 대규모 유출이 본국 화폐가치의 급격한 평가절하를 가져오는가에 대한 논쟁이다. 여기서 주의해야 할 점은 외국 기관이 그들이 가진 자산을 매도할 경우 자산규모에 따라 제약을 받는다는 것이고 보유자산의 규모가 클수록, 대량의 매각은 가능하지 않다는 것이다. 심지어 기타 개인이 매각할 경우에도 외국 기관은 지속적으로 매입할 수 있다. 자기자산의 가치가 안전하게 보호될 때 시장은 안정성을 유지한다. 따라서 정부기관 채권 보유자는 점진적으로 보유한 채권을 판매할 것이며, 이는 자본유출국의 화폐 평가절하 폭을 낮출 것이다. 이에 따라 자본의 대규모 유출 시에 발생하는 위험을 줄일 수 있다.

자본유출국 화폐가 평가절하되는 경우 이는 그 국가의 총수요와 수출의 향상에 도움을 준다. 그러나 그 효과는 수출의 수요탄력성과 J곡선 효과에 달려 있다. 이 경우 만약 평가절하가 수출을 촉진시킨다면 국가의 경제성장에도 긍정적인 작용을 할 것이다.

다. 자본의 대규모 유입과 유출

외자유입에 대한 또 다른 우려는 외자유입이 투기적인 자본의 유입을 유발한다는 것이다. 그리고 국내경제 악화 시에 대규모 유출이 발생한다면 금융시스템의 불안정과 경기변동성을 확대시킨다는 것이다. 1990년대에 발생

한 이와 같은 몇 번의 금융위기가 사람들에게 깊은 인상을 남겼다.

그러나 과거 자본의 대규모 철수는 주로 개인의 단기자본 이동에 집중되어 있었다. 안전과 분산 투자를 추구하는 외국 정부 외환보유고 유입은 목표 국가의 장기 국채에 투자된다. 만약 중국의 정부 측 보유 자본이 지속적으로 유입되어 해당 국의 장기 국채를 보유하면 이것은 해당 국가 경제의 긍정적인 전망을 의미하며, 이러한 정부자금의 유입은 개인 단기자본의 유입 시 위험부담보다는 당연히 크지 않다.

Morrison and Labonte(2009)는 중국의 외환보유고 자산 조정이 미국에 미치는 영향을 분석하면서, 만약 외국정부 투자자 보유의 채권자산을 점진적으로 매각할 경우 미국경제에 부정적인 영향만을 주는 것이 아니라고 주장한다. 더욱이 평가절하는 본국의 경제생산을 확장시키는 영향을 줄 수도 있다고 주장한다. 만약 그렇다면 미국의 국채시장에 미치는 영향 역시 아주 제한적일 것이다. Rogoff(2007)가 지적한 것처럼, 만약 중국이 미국 국채를 대량으로 매각한다면 스스로에게 가해지는 손해도 막심한 것이다. 따라서 중국이 미국 국채를 대량으로 매각하는 것은 현명하지 못한 행동이다. "중국이 미래에 달러자산을 매각할 것을 예상할 수 있으나, 이 과정에서 시장 역시 매우 쉽게 그 영향을 받을 것이다." 이는 외국 정부의 보유자산 규모가 크면 클수록 전체적인 경제적 안정이 더욱 필요하다는 뜻이며, 따라서 대규모 유출의 가능성은 더욱 적어진다는 것을 의미한다.

최근 몇 년간 중국은 공식적으로, 주로 자산가치의 안전 보장을 목적으로 하여 과거 달러자산에 지나치게 집중된 외환보유고의 분산투자를 실시하였다. 대규모 투자와 장기적 전략에 따른 투자원칙으로 인하여 외환보유고의 투자는 개인의 단기적 자본과는 달리 지나친 단기 이익을 추구하지 않고 그 투자대상의 장기적인 발전 잠재력에 더욱 주목하기 때문에 일정 정도의 안전성이 있다. 실제로 외환보유고를 어떤 나라에 투자하기 전에 해당 국의 대외상환능력, 재정 및 장기적 경제 상황 등의 요인들을 고려한다.

자본유입국이 더욱 주의해야 하는 것은 외국 자본이 유입되는 경우에 수반되는 투기적인 단기적 개인자본의 유입이다. 중국정부의 외환보유고 증가 시에 만약 외국의 단기적 개인자본의 국내 자본시장 유입을 초래하면 아마

도 자본시장에서 주가의 대규모 변동을 초래할 수도 있다. 이 때문에 유입국은 단기자본 유입이 본국의 은행시스템과 자본시장에 끼치는 영향을 경계해야 하며, 국내 금융업의 감독·관리와 증권시장에서 거래에 대한 관리감독을 강화해야 한다. 이와 관련하여 IMF(2011, p.130)가 개도국에 제기한 건의는 다음과 같다. "개도국 경제체제가 세계금융시장에 융합될수록 중요한 점은 강력한 거시경제정책, 금융부문의 세밀하고 신중한 관리감독과 기타 거시적인 금융조치를 통해 국내 경제 및 금융의 역량과 안정성을 유지하며, 자본이동으로 인한 변동성을 적절히 관리하는 것이다."

제6절 결 론

본 장은 중국의 외환보유고 급증의 원인과 중국 외환보유고 관리의 현황, 미래 추세 및 외환보유고의 조정이 다른 나라에 미치는 영향을 고찰하였다. 위안화의 평가절상 예상이 중국 외환보유고 급증의 주요 원인이며, 이에 따라 중국 기업이 은행에 외환결제 수요를 촉발하였고 투기성 자본의 국내유입을 초래하였다고 본다. 이는 2003년 5월 이후 추세적으로 외환보유고의 급증을 가져왔다.

다음으로 본 장은 중국의 외환관리 현황과 미래 외환보유고 투자정책 조정의 요인과 방향에 대해 분석하였다. 향후 국가외환관리국은 달러자산에 집중된 투자에서 지속적으로 분산투자를 하게 될 것이며, 그 투자의 대상은 수출 경쟁력을 가진 무역수지 흑자국, 채무부담이 적은 국가들의 국채가 될 것이라고 본다. CIC의 투자는 대외직접투자의 형식으로 향후 발전 가능성이 높은 해외 산업에 집중될 것이다.

마지막으로는 중국의 외환보유고 조정이 타국에 미치는 영향을 분석하였다. 설사 중국이 채권 보유를 증가시키는 경우 해당 국가의 이자율을 낮추고 평가절상을 초래할 수 있지만, 이러한 현상은 반드시 가능하다고 할 수 없을 뿐 아니라 적절한 정책대응을 통해 그 부정적인 영향을 감소시킬 수 있다. 중국의 특정 국가의 자산매입 규모가 증가할수록 그 자산조정으로부터 발생

하는 부정적인 영향이 클 것으로 예상되기 때문에 역설적으로 그 안정성 또한 크게 증가할 수 있다. 현재 각국이 더 관심을 기울여야 하는 것은 중국정부의 자산매입으로 유발할 수 있는 개인의 단기성 투기자금의 유입이다.

참고문헌

Agenor, P. R., "Capital Inflows, External Shocks, and the Real Exchange Rate," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 17, 1998, pp.713~740.

Alfaro, Laura and Fabio Kanczuk, "Optimal Reserve Management and Sovereign Debt," *Journal of International Economics*, Elsevier, Vol. 77, No. 1, 2009, pp.23~36.

Aizenman, Joshua and Nancy Marion, "The High Demand for International Reserves in the Far East: What is Going On?" *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 17, 2003, pp.370~400.

Aizenman, Joshua and Nancy Marion, "International Reserves Holdings with Sovereign Risk and Costly Tax Collection," *Economic Journal*, Vol. 114, 2004, pp.569~591.

Aizenman, J. and J. Lee, "Financial versus Monetary Mercantilism: Long-run View of Large International Reserves Hoarding," *The World Economy*, Vol. 31, No. 5, 2008, pp.593~611.

Aizenman, J., Y. Lee, and Y. Rhee, "International Reserves Management and Capital Mobility in a Volatile World: Policy Considerations and a Case Study of Korea," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 21, No. 1, 2007, pp.11~15.

Bardhan, A. and D. Jaffee, "The Impact of Global Capital Flows and Foreign Financing on U.S. Mortgage and Treasury Interest Rates," Special Report, Mortgage Bankers Association, 2007.

Bernanke, Ben S., "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit," speech delivered at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Va., March 10, 2005.

Bernanke, Ben S., "Global Imbalances: Recent Developments and Prospects," speech delivered at the Bundes bank Lecture, Berlin, Germany, September 11, 2007.

Bernanke, B., C. Bertaut, L. DeMarco, and S. Kamin, "International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States,

2003-2007," International Finance Discussion Papers, No. 1014, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2011.

Brooks, Robin, Hali Edison, Manmohan Kumar, and Torsten Sløk, "Exchange Rates and Capital Flows," IMF Working Paper WP/01/190, 2001.

Caballero, Ricardo, Emanuel Farhi, and Pierre-Olivier Gourincahs, "An Equilibrium Model of 'Global Imbalances' and Low Interest Rates," MIT Working Paper, 2006.

Cheung, Y. W. and X. W. Qian, "Hoarding of International Reserves: Mrs Machlup's Wardrobe and the Joneses," *Review of International Economics*, Vol. 17, No. 4, 2009, pp.824~843.

Combs, Jean-Louis, Tidiane Kinda, and Patrick Plane, "Capital Flows, Exchange Rate Flexibility, and the Real Exchange Rate," IMF Working Paper WP/11/9, 2011.

Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau, and Peter Garber, "The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries," NBER Working Paper 10332, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 2004.

Durdu, C. B., E. G. Mendoza, and E. T. Marco, "Precautionary Demand for Foreign Assets in Sudden Stop Economies: An Assessment of the New Mercantilism," *Journal of Development Economics*, Vol. 89, No. 2, 2009, pp.194~209.

Edwards, S., "Capital Flows, Real Exchange Rates, and Capital Controls: Some Latin American Experiences," NBER Working Papers 6800, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, Inc., 1998.

Greenspan, Alan, "The Age of Turbulence: The Adventures in a NewWorld," The Penguin Press, 2007.

IMF, "World Economic Outlook: Globalization and Inequality," International Monetary Funds, October 2007.

IMF, "World Economic Outlook: Tension from the Two-speed Recovery: Unemployment, Commodities and Capital Flows," International Monetary Funds, April, 2011.

Jeanne, Olivier, "International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?" Brookings Papers on Economic Activity, 2007, pp.1~55.

Ju, Jiandong and Shang-Jin Wei, "Domestic Institutions and the Bypass Effect of International Capital Flows," manuscript, IMF, 2007.

Lartey, E. K. K., "Capital Inflows, Dutch Disease Effects and Monetary Policy in a Small Open Economy," *Review of International Economics*, Vol. 16, No. 5, 2008, pp.971~989.

Lavoie, Marc and Jun Zhao, "A Study of the Diversification of China's for Foreign Reserves with in a Three-Country Stock-Flow Consistent Model," *Metroeconomica,* Vol. 61, No. 3, 2010, pp.558~592.

Leightner, Jonathan E., "How China's Holdings of Foreign Reserves Affect the Value of the US Dollar in Europe and Asia," *China and World Economy*, Vol. 18, No. 3, 2010, pp.24~39.

Mendoza, Ronald U., "Was the Asian Crisis a Wake-up Call? Foreign Reserves as Self-protection," *Journal of Asian Economics*, Vol. 21, 2010, pp.1~19.

Molinski, Dan, "Dollar Pummeled on Report by Chinaoveritsreserves," *Wall Street Journal*, Vol. 8, November 2007, p.C5.

Morrison, Wayne M. and Marc Labonte, "China's Holdings of U.S. Securities: Implications for the U.S. Economy," CRS Report for Congress, Congressional Research Service 7-5700, 2009.

Papaioannou, E., R. Portes, and G. Siournounis, "Optimal Currency Shares in International Reserves: the Impact of the Euro and the Prospects for the Dollar," European Central Bank Working Paper Series, No. 694, 2006.

Pontines, Victor and Ramkishen S. Rajan, "Foreign Exchange Market Intervention and Reserve Accumulation in Emerging Asia: Is There Evidence of Fear of Appreciation?" Economics Letters, Elsevier, Vol. 111(3), June 2011, pp.252~255.

Rogoff, Kenneth, "Foreign Holdings of U.S. Debt: Is Our Economy Vulnerable?" Testimony prepared for U.S. House of Representatives Committee on the Budget, June 26, 2007.

Sanjay, S. and Chandan, "International Reserve-Holding in India: Self

Insurance for Future?" 2008.

Sheng, Liugang, "Did China Diversify Its Foreign Reserves?" Seminaron Bayesian Inferencein Econometrics and Statistics, 2010.

Siourounis, Gregorios, "Capital Flows and Exchange Rates: an Empirical Analysis," Working Papers from University of Peloponnese, Department of Economics, No. 28, 2003.

Victor, P. and Y. Q. Li, "Regime Dependence, Mrs. Machlup's Wardrobe and the Accumulation of International Reserves in Asia," *Economic Letter*, 2010, forthcoming.

Wang, Yuanlong, "Rethinking Fast Growth in China's Foreign Exchange Reserves," *China & World Economy,* Vol. 14, No. 2, 2006, pp.56~66.

Warnock, F. and V. Warnock, "International Capital Flows and U.S. Interest Rates," *Journal of International Money and Finance,* Vol. 28, 2009, pp.903~919.

Wu, Yi, "A Study on Foreign Reserve Management of China: Optimal Currency Shares in Reserve Assets," *International Management Review*, Vol. 3, No. 42007, 2007.

Zhang, Ming and Yisheng Xu, "A Comprehensive Measurement of Current Size of Hot Money Flows into China(in Chinese)," IWEP Working paper, No. 0814, The International Financial Research Center of China Academy of Social Sciences, 2008.

Zhang, Peter G., *Chinese Yuan RMB Derivative Products*, World Scientific Publishing Co. Pre. Ltd, 2004.

Zheng, Yongnian and Jingtao Yi, "China's Rapid Accumulation of Foreign Exchange Reserves and Its Policy Implications," *China & World Economy*, Vol. 15, No. 1, 2007, pp.14~25.

■ ABSTRACT

Challenges and Development of China's Financial System: Policy Implication on the Korean Economy

Dongsoo Kang

With the global financial crisis in 2008, the political and economic status of China has been greatly advanced. Recent steps China has taken throughout the fiscal crisis in Europe have also drawn increasing attention across the world. Despite its fairly large economic proportion (10%) in the world, China has shown imbalanced development between its real economy and finance, which is considered as potential risk factors of the Chinese economy. Recognizing this, KDI initiated a joint research project in the name of national strategy development with China. This paper takes China's viewpoint to address current status and problems of China's financial system and projects future macroeconomic, financial and foreign exchange policies and their impacts.

From the Western point of view, China's financial system is imperfect and inharmonious, which is mainly attributable to the gap between the real economy and finance. Such characteristics can be largely summarized as follows.

First, in China, interest rates and exchanges rates, which are the major prices in the financial market, are determined by the policy authority, but commodity prices are determined by market supply and demand. The recent price hike in house prices can be explained particularly by the rapid rise in mortgage loans. On the other hand, interest rates are maintained low isolated from the market interest rates

and therefore are short of stabilizing house prices.

Second, China's commodity market is completely open domestically and internationally, but its financial market remains still under control. The reason that the financial market of China was hit relatively less by the global financial crisis in 2008 is ironically due to its closeness to the outside world. However, it is increasingly difficult for such regulation on the financial market to be continued since the Chinese economy accounts for growing portions of the global economy. Such controlling regulations could serve to hinder a further leap forward and development of China.

Third, the state-owned commercial banks hold a monopolistic power of operating the indirect finance-oriented system. The monopolistic structure of the state-owned commercial banks means that the financial system is de facto directly controlled by the policy authority, which could cause moral hazards leading banks to produce non-performing assets on a regular basis.

China has successfully overcome three crises in 1989, 1998 and 2008. The crisis in 1989 was overcome through the policy of openness addressed in Deng Xiaoping's speech in southern China. During the East Asian financial crisis in 1998 and the global financial crisis in 2008, China even sustained its exchange rate and expanded fiscal spending, serving to help other countries to recover from their economic crisis. It is of course true that China's overcoming the financial crisis is largely due to its closed financial system, but fundamentally speaking, the Chinese financial market is fully controlled by the government, making it possible for effective management to take a leading role in the face of the crisis.

However, the China's financial system is expected to face following risks. First, given that it is inevitable to relieve regulations on the financial market at home and abroad as the financial system is developed, it is doubtful that the Chinese government will lead the reform of financial system in a way that could minimize adverse effects. Second, when it comes to a strategy of RMB internationalization, the necessary liberalization of capital markets will pose new challenges to China. Third, as the commodity market moves further towards openness

and marketization, there will be unprecedentedly stronger tendency of economic agents such as individuals and local governments to seek profits, potentially leading to financial delinquency problems due to their excessive risk-taking activities.

China's macroeconomic imbalance and policy changes may produce new risks, but it does not seem to trigger a crisis in China's financial system. That is largely due to the fact that the Chinese government has risk control and management capability. Under such context, the paper assumes the case of economic or financial crisis of China when an initial impact comes from the outside, and then amplifies further by its own internal mechanism until spiraling out of the government's control. For instance, it is the case where the ongoing economic recession worldwide and Europe's fiscal crisis contracts the global demand, exerting severely negative impacts on China's high export dependency. When inflation—which is directly related to the survival of grassroots people of the society—rises at a fast pace, therefore easing monetary policy is difficult. A rapid fall in prices of real estate properties, which were excessively invested could trigger a sharp rise in non-performing assets of commercial banks and rural and urban credit cooperatives, leading to a credit crunch. When contraction of the real economy and credit crunch occur simultaneously, coupled with a failure of policy coordination due to conflicting interests between the central and local governments, this could become a crisis affecting the whole economy. This scenario is, of course, based on extremely pessimistic conditions with very low probability, but instead suggests the possibility that the cause of a crisis could come from the outside and lead to amplifying internal conditions.

Despite such possibility of risk transfer, it is recommended that for at least medium and long run, Korea needs to pursue a strategy of actively seeking for opportunities and not remain concerned over the risks posed by China. The 12th Five-year Plan (2011~15) of China includes financial sector development as its major agenda to enhance efficiency of the financial supervisory authority as well as to establish a multi-layered financial market system. Depending on the economic and income growth, it is highly likely that China will show a rapid growth in its stock market and individual financial markets including asset management

and insurance. In this regard, by advancing into the Chinese financial market, Korea's financial institutions can become a global financial company using this opportunity as a growth engine. Therefore, it is necessary to add stipulations on further openness of China's financial sector in the currently ongoing China–Korea FTA negotiations.

KDI 신간안내

RECENT KDI PUBLICATION

복지정책 조준의 개념과 필요성



윤희숙 · 고영선 저

반양장 | 크라운판 | 82쪽 | 정가 2,000원

각국의 재정운용 기조가 효율성을 지향하는 가운데 '복지정책 조준'의 중요성이 증가하고 있다. 이에 따라 본 보고서는 최근 복지 논의에서 전제되는 '보편적 복지와 선별적 복지의 이분법'이 정책적인 유효성을 상실했다는 점을 지적하고, 이러한 이분법을 극복하는 대안으로서 '정책조준'의 개념과 중요성을 제시하고 있다.

국내 정유사들의 행태 검정: 차별적 상품 접근



진양수 저

반양장 | 크라운판 | 43쪽 | 정가 2,000원

석유제품가격에 대한 적절한 대응정책을 마련하기 위해서는 국내 정유사들의 시장 행태를 정확히 이해하는 것이 매우 중요하다. 본 보고서는 시장에서 실제로 관측된 데이터를 이용하여 국내 정유사들의 시장 행태를 검증하고 있으며, 특히 가격 데이터의 기술적 패턴을 주로 분석하는 이전의 방법론을 벗어나 정유사 행태에 대한 구조적 접근을 시도함으로써 경쟁정책적 접근의 중요성을 환기하고 있다.

실업 및 잠재실업의 측정에 관한 연구



황수경 저

반양장 | 크라운판 | 87쪽 | 정가 2,000원

실업지표는 고용정책은 물론이고 경제정책의 방향을 설정하는 데 가장 근간이 된다. 그러나 우리나라 실업률의 경우 현실의 노동시장 상황을 적절히 포착하고 있는지에 대한 부정적인 인식이 팽배하다. 이에 본 보고서는 국제 기준 및 여타 주요 국가 기준과의 비교를 통해 실업 측정방법에 관한 객관적이고 합리적인 기준을 탐색하고 있다.

성장과 고용의 선순환 구축을 위한 패러다임 전환(Ⅰ)



유경준 편

반양장 | 크라운판 | 453쪽 | 정가 7,600원

향후 한국의 지속적인 고용창출 및 성장률의 제고, 그리고 사회통합을 이루기 위해서는 일자리 창출의 패러다임을 개편해야 할 필요성이 증가하고 있다. 이에 본 보고서는 성장의 고용창출능력이 어떻게 변화되고 있는지, 어떠한 정부 정책이 고용창출에 효과적인지, 산업 및 가구구조의 변화가 고용에 어떤 영향을 미칠 것인지, 특히 취약계층의 고용을 위해 어떤 정책이 필요한지에 대한 문제의식을 기반으로 다각적인 분석을 수행하였다.

서비스산업의 대외진출과 해외고용기회의 확대



김주훈 편

반양장 | 크라운판 | 139쪽 | 정가 2,800원

산업화를 성공적으로 완수한 한국경제에 있어 '선진화'란 경제의 서비스화를 의미하며, 서비스산업은 성장과 고용을 동시에 증대시킬 수 있는 부문이다. 서비스산업을 대외적으로 육성하기 위해서 서비스업체들의 해외진출 활성화 방안이 필요하다. 이러한 문제의식에 기초하여 본 보고서는 물류, 의료서비스, 전력서비스 등 서비스산업의 해외진출 사례를 분석하였다.

경제 세계화와 우리 경제의 위기대응역량



조동철 · 김현욱 편

반양장 | 크라운판 | 414쪽 | 정가 7,200원

본 보고서는 세계경제와 밀접한 관련을 맺고 있는 국내 경제가 1997~98년의 외환위기와 2008년 세계 금융위기를 극복하는 과정을 되짚어 봄으로써 한국경제의 위기대응역량을 평가하고 이에 따른 정책적 함의를 도출하고 있다. 주요 거시경제지표들을 중심으로 세계 경제위기의 국내 전파 경로를 금융・무역・고용시장의 관점에서 분석하고, 향후 위기에 원활히 대응하기 위한 정책방향을 살피고 있다.

권리금에 대한 법경제학적 접근



김정욱 저

반양장 | 크라운판 | 79쪽 | 정가 2,000원

국내 임대차 거래에 부수되는 권리금은 그 법적 근거가 명확하지 않아 분쟁의 소지가 있다. 이에 본 보고서는 부동산분야에 대한 법경제학의 관점에서 권리금의 법적 특성을 분석하고, 판례에 나타난 권리금의 실체를 규명하고 있다. 즉, 다양한 관점에서 권리금의 개념과 역할을 구분하고, 이를 통해 권리금에 대한 이해도 제고는 물론, 개선과제의 방향성을 제시하고 있다.

공공수용제도 개선방안 연구(II): 적정 보상기준 지가에 대한 분석



이호준 저

반양장 | 크라운판 | 72쪽 | 정가 2,000원

공공수용과 관련한 정책적 개선방안을 모색하기 위해 계획된 본 보고서는 2010년에 발간된 '공공수용제도 개선방안 연구(Ⅰ): 수용보상에 관한 유인체계 분석'에 이은 두 번째 보고서이다. 본 보고서는 공공수용에서 토지 보상액 산정 시 기준으로 삼는 지가에 대한 현행 규정의 문제점을 살펴보고, 개발이익의 배제원칙에 부합하는 제도 개선방안을 모색하고 있다.

영어교육 투자의 형평성과 효율성에 관한 연구



김희삼 저

반양장 | 크라운판 | 213쪽 | 정가 4,400원

영어구사능력을 얻기 위해 막대한 시간과 비용이 투자됨은 이를 자원배분 관점에서 평가해 볼 필요성이 있음을 의미한다. 본 연구는 영어에의 투자를 경제적 자원배분의 관점에서 바라보고, 형평성과 효율성을 기준으로 평가하였다. 특히 영어에 대한 투자가 개인의 노동시장 성과를 통해 얼마나 큰 보상을 가져오는가와 영어능력을 노동시장에서 선별·신호 도구로 사용하는 것이 바람직한가의 문제를 고찰하였다.

수평기업결합 심사제도에 대한 평가 및 개선 연구



진양수 · 윤경수 · 김현종 저

반양장 | 크라운판 | 344쪽 | 정가 8,200원

최근 개정된 「기업결합 심사기준」은 여러 측면에서 진일보했으나, 여전히 경쟁당국의 수평기업결합의 경쟁제한성 판단에 대한 논리 정보를 제공하기에는 불충분한 것으로 판단된다. 본고는 기업결합과 관련한 경제이론과 그간 공정거래위원회, 법원이 평가했던 심사사례 연구를 통해, 경쟁제한적 수평기업결합을 규율하는 「기업결합 심사기준」에 대한 개선방안을 제시한다.

고등교육 진학단계에서의 기회형평성 제고방안



김영철 저

반양장 | 크라운판 | 99쪽 | 정가 2,000원

본고는 사회경제적 배경과 학습환경에 따른 고등교육 진학 성과의 차이를 분석하고, 이론모형을 활용하여 진학단계에서의 기회형평성 제고가 사회 전반의 형평성과 효율성 증진에 기여할 수 있음을 서술하고 있다. 또한 우리나라의 기회균형선발제 및 지역균형선발 등의 대입전형을 평가하고, 입학사정관제의 정착과 기타 정책방안에 대해서도 발전적인 방향을 제시하고 있다.

KDI 도서회원제 안내

● **회원에 대한 특전**

- 본원에서 발행하는 모든 간행물을 우송하여 드립니다. (단, 비공개자료 및 배포제한자료 제외)
- 본원이 주최하는 각종 행사(세미나, 정책토론회, 공청회 등)에 우선적으로 참가하실 수 있습니다.
- 발간된 연구보고서(인쇄물)를 KDI 홈페이지에서 추가로 구매하실 경우 10%의 가격을 할인받으실 수 있습니다.

● **KDI 발간자료**

- 단행본, 연구보고서, 정책연구시리즈, KDI정책포럼, KDI FOCUS, 연구자료, 기타보고서 등
- **월간** KDI 경제동향, KDI 북한경제리뷰, Economic Bulletin, 나라경제, click 경제교육
- **분기** 한국개발연구, 부동산시장 동향분석, 개발협력 동향분석
- **반년간** KDI 경제전망

● **연간회비**

- **개인회원** 10만원
- **기관회원** 30만원

● **가입방법**

KDI 홈페이지에서 도서회원 기입신청서를 작성하신 후 아래의 방법으로 회비를 입금하시면 됩니다.

계좌입금: 우리은행 254-012362-13-145(예금주: 한국개발연구원)
지로(지로번호: 6961017), 신용카드 및 핸드폰으로 결제 가능합니다.
본원 기획팀(발간자료 담당자)에 직접 회비를 납입하실 수 있습니다.

● **문의사항**

대외협력실 기획팀 발간자료 담당
TEL 958-4344 / FAX 960-0652 / E-mail kimy1h2@kdi.re.kr

● **판매처**

- 교보문고(광화문점 정부간행물코너) TEL. 397-3628
- 영풍문고(종로점 정치경제코너) TEL. 399-5632

연구보고서 2011-06

중국 금융시스템의 발전과 도전: 한국경제에 대한 정책적 함의

인 쇄 2011년 12월 27일
발 행 2011년 12월 31일

저 자 강동수 편
발행인 현오석
발행처 한국개발연구원
등 록 1975년 5월 23일 제6-0004호
주 소 서울특별시 동대문구 회기로 47
전 화 (02)958-4114
팩 스 (02)958-4310
인 쇄 고려문화사

ⓒ한국개발연구원 2011
ISBN 978-89-8063-604-4(93320)
값 9,000원



* 잘못된 책은 바꿔드립니다.