

주요국 부동산시장 점검(6): 중국 부동산과 금융불안 가능성

I. 중국 부동산경기의 조정 가능성이 나타나기 시작

- 중국 주택가격은 버블 우려 속에서도 상승 지속: 2012년 중반 회복세로 반전한 100대 도시 평균 주택판매가격은 2013년중 11.5% 상승. 특히 1급 도시 주택가격 상승률은 23.4%로 대도시를 중심으로 주택버블 우려. 다만 지방 3급 도시 일부에서는 최근 하락세 시작
- 그림자금융을 통해 부동산에 자금집중: 2009년 4조 위안 경제대책 실시 이후 부동산에 유동성 유입이 본격화되며 연이은 억제책에도 불구하고 주택가격 상승세 지속. 2014년 3월 전년대에서는 부동산 가격변동이 금융시스템 및 지방정부 재정문제로의 파급을 우려 예상보다 소극적으로 대응
- 실수요가 주택가격의 급락을 억제: 풍부한 유동성 공급은 물론 강한 주택 실수요가 주택가격 상승을 뒷받침. 도시화율이 연평균 1.4%씩 상승하고, 인구구조의 변화로 수요층이 확대되고 있으며, 발표보다 실제 주택보유율이 낮아 강한 대기수요가 존재

II. 그림자금융-지방재정-부동산시장의 일체화로 리스크 확대되나 신중한 대응 예상

- 2012년 중반부터 주택가격 재상승: 2009년 이후 대규모 자금이 부동산시장에 유입됨으로써 주택가격이 급등. 주택가격은 2009년~10년 중반까지 상승한 후 2011년에는 조정이 진행되었으나 2012년 중반 이후 그림자금융의 확대와 더불어 다시 가파르게 상승
- 금융-재정-부동산의 일체화 진전의 위험성: 2012년 중반 이후 그림자금융을 통해 부동산시장에 유동성이 과잉 공급되어 그림자금융-지방정부재정-부동산시장의 일체화가 진행. 이로 인해 부동산버블이 붕괴할 경우 그림자금융을 포함한 금융시스템의 불안이 고조될 위험성
- 그림자금융의 리스크 확대: 중국 그림자금융의 규모는 선진국보다 크지 않으나 증가속도 및 부동산 집중은 큰 문제. 또한 정확한 규모파악이 어렵고, 이채상품 대부분이 무보증 발행이며, 리스크 소재가 불분명하다는 점 등 불안요인도 다수 존재
- 그림자금융으로 경제의 구조적 문제점도 부각: 그림자금융 확대로 거시정책과 금융감독 등 정책 유효성 하락, 금융의 효율성 저하 및 리스크 확대 등 구조적인 문제점들도 부각
- 부동산 및 그림자금융에 대한 신중한 대응 예상: 그림자금융 규제가 부동산가격 상승을 억제할 수 있으며, 과도한 대응은 부동산버블 붕괴 위험을 가중. 역으로 부동산버블 붕괴는 그림자금융을 포함한 금융시스템은 물론 실물경제에도 큰 충격을 초래할 수 있어 당국의 신중한 대응 예상

-
- **그림자금융의 리스크에 대비:** 그림자금융을 수행하는 금융기관에 대해 자본준비금 적립, 정보공시 강화, 방화벽 구축 등을 통해 건전성을 확보할 필요가 있으며, 이는 부동산시장의 급격한 조정을 예방하는 효과도 기대

III. 성장 패러다임의 변화가 부동산시장 안정화 요인으로 작용할 전망

- **소비중심의 성장축 변화로 주택가격 안정화 기대:** 투자에서 소비중심으로의 패러다임 변화는 과도한 고정투자에 의한 자산 인플레이션을 완화시키고, 소비제약과 빈부격차의 원인인 주택가격 상승을 억제하기 위한 당국의 적극적인 정책대응 예상
- **자산가격 안정화가 부동산에도 적용:** 2010년 이후 주가 등 증권의 수익률 저하에 대한 대안으로 유동성이 부동산시장에 집중. 그러나 중국경제의 저성장 진입과 자본의 한계생산성 저하로 인해 다른 자산과 마찬가지로 부동산도 수익성 저하와 가격 안정화 예상
- **위안화 절하로 자산가격 약세 가능성:** 금년초부터 시작된 위안화 약세가 부동산 등 자산가격의 약세 요인으로 작용할 가능성. 그동안 위안화 절상에 대한 기대로 유입되었던 외자들이 다시 유출되면서 주식과 채권시장은 물론 부동산시장에도 약세요인으로 작용할 가능성

IV. 부동산발 금융불안 가능성에 대한 완충장치 마련 필요

- **당국의 부동산경기 소프트랜딩 유도:** 정책당국도 주택버블의 위험성을 파악하고, 부동산경기의 소프트랜딩에 초점을 둔 정책을 시행할 것으로 예상되지만 금융시스템에 대한 부동산경기 변동의 영향력은 가중
 - **금융-재정-부동산의 일체화 리스크에 대응:** 금융-지방재정-부동산의 일체화가 진전됨으로써 리스크 발생시 파급효과 확대. 예금금리가 1~2%p만 상승해도 그림자금융과 예금금리간 스프레드가 크게 축소되면서 그림자금융은 빠르게 위축될 가능성. 다만 LTV 60% 이하 관리, 정부의 대응 능력 등이 충격을 완충할 것으로 기대
 - **금융시스템에 대한 충격 완화 필요:** 금리자유화, 그림자금융의 리스크 등으로 중국은행들의 수익성 저하 및 부실채권 증가 가능성에 주목. 또한 중국은행들간 경쟁 격화는 물론 외국은행들의 중국내 영업환경의 악화 가능성에 대비 필요
-

I. 중국 부동산경기의 현황과 전망

1. 주택가격, 버블 축적 지속 이후 조정 가능성 부상

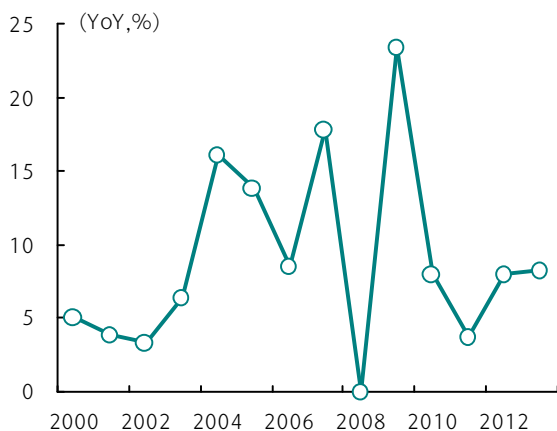
■ 2013년중 주택가격이 큰 폭으로 상승하면서 부동산 버블에 대한 우려가 재등장¹⁾

- 2013년중 100대 도시 평균 주택판매가격이 11.5% 상승하는 등 2012년 중반 이후 상승세가 2014년 상반기까지도 지속
 - '12년에 비해 주택가격 상승세가 가속화되면서 부동산 버블에 대한 우려도 증대
- 2013년중 1급 도시 주택가격이 23.4% 상승하여 대도시가 주택가격 상승을 주도. 또한 대도시를 중심으로 버블이 축적되고 있어 우려 확대
 - '13년도 주택가격 상승률: 북경 28.3%, 상해 15.6%, 광주 27.6%, 심천 24.7%
- 전국 70도시 신축주택 가격지수를 보면 상승 지역의 수가 2013년 11월 66개로 피크를 기록하였으나 이후 하락 및 보합지역이 늘어나기 시작하는 등 조정 가능성도 부상
 - '13년 11월중 하락 및 보합이 4개 지역에서 '14년 3월에는 14개 지역으로 증가

■ 주요도시 주택가격에 2010년 중반 30% 정도 버블이 존재, 최근 그 수준은 50%를 상회 추정

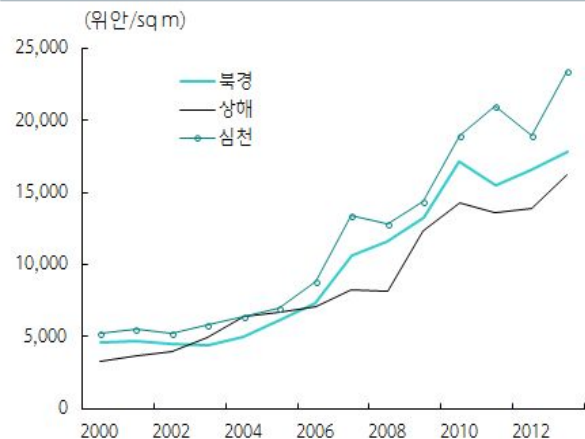
- 2009년 이후 주택가격 상승으로 베이징, 상하이 등의 실질주택가격 상승률은 80년대 일본 사례를 포함하여 대부분의 다른 나라 도시의 상승속도를 훨씬 상회²⁾
 - 2000년대 북경의 실질주택가격 상승률은 연평균 13.5%에 달함

그림1 | 35개 도시 평균 주택가격증가율



자료 :

그림2 | 주요도시의 주택가격 추이



자료 : CEIC

1) 부동산가격통계는 중국 지수연구원의 데이터를 기초로 작성된 한국은행 자료(2014)에서 인용

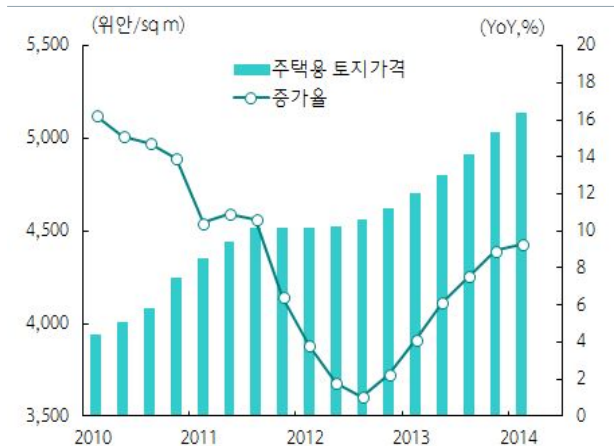
2) 김경환·조만, “동아시아 대도시 주택가격 변동성의 비교·분석”, KDI, 2014.2

- 중국 사회과학원이 2010년 9월 시점에 35개 도시를 대상으로 세부적인 ‘주택버블지수’를 산출한 결과³⁾, 전국 평균 0.295, 즉 30% 정도의 버블이 존재. 2012~13년에 가파른 주택가격 상승세가 이어져 동 수치는 크게 상승한 것으로 추정
 - 주택버블지수($=1-(\text{적정가격}/\text{실제거래가격})$)가 0.5라면 50%의 버블이 존재한다는 의미
- 베이징, 상하이, 선전 등 동부 연안도시들이 주택가격 상승을 주도하면서, 이 지역에서는 시장 펀더멘털에 비해 50% 이상 고평가되어 있는 것으로 추정
 - '10년 9월 시점에 주택버블지수가 북경 0.496, 상해 0.365, 천진 0.542 등으로 높은 수준
 - '10년 9월~'13년 12월 중 북경, 상해, 천진 등의 주택가격은 35~60% 정도 상승

■ 주택판매, 주택용 토지가격 변동 추이에서도 2013년중 주택버블의 상당폭 누적을 확인

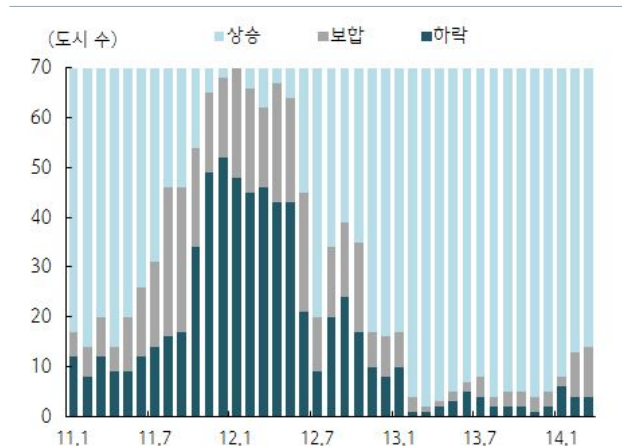
- 105개 도시의 주택용 토지가격도 2012년 3/4분기를 저점으로 빠르게 상승하여 2014년 1/4분기에는 전년동월비 9.3% 상승하는 등 상승률이 가속화되는 추세
 - 국토자원부에 의하면 주택용 토지가격은 '14년 1/4분기 제곱미터당 5,139위안을 기록
- 주택판매면적의 전년동월비도 2013년 초반에 피크를 기록하는 등 2010년에 버금가는 상승률을 보이고 있는데, 이는 실수요가 뒷받침되고 있다는 반증
 - '13년 주택판매면적은 전년비 17.5%로 급격히 상승하였으나 주택완성면적은 전년비 -0.4%로 오히려 감소를 기록

그림3 | 105도시 주택용 토지가격 추이



자료 : CEIC

그림4 | 70도시 신축 주택가격지수



자료 : CEIC

3) 國際通貨研究所, “中國不動産市場の健全な發展のための処方箋”, 2011

■ 최근 들어 2~3급 도시에서 주택가격 상승 추세가 완화 또는 하락하면서 전국 부동산 가격의 조정 가능성이 제기

- 1급 도시의 주택가격 상승세는 지속되고 있으나 지방도시를 중심으로 주택가격 상승률이 저하되거나 마이너스로 전환되는 등 가격상승 추세에 변화 조짐이 발생
- 부동산 가격 억제 대책의 시행에도 불구하고, 주택가격 상승세 유지는 1급 도시 주택에 대한 투기수요가 아직까지는 견실하다는 반증
- 그러나 투기수요가 주택가격 상승을 주도해왔기 때문에 주택관련 유동성 공급에 차질이 발생할 경우 버블 붕괴 차원까지는 아니더라도 주택가격의 하락 반전 가능성은 점차 확대

2. 규제에도 주택가격 상승세는 지속, '14년 양회에는 추가적인 규제책이 부재

■ 주택가격이 2012년 중반부터 최근까지 20개월 이상 상승세 지속. 당국은 각종 규제를 통해 주택가격 상승을 억제하기 위해 노력

- 중국 주택가격이 전국적으로 강한 상승 트렌드를 형성한 것은 2004년. '98년 주택제도 개혁, '00년 주택론의 보급 등이 부동산경기의 본격적인 상승의 밑바탕으로 작용
- 정책당국이 실시한 대규모 경기부양책의 영향으로 경기회복이 가속화되고, 부동산금융이 확대되면서 부동산가격 상승 전환, 중국에서 본격적인 부동산 과열문제가 시작
 - 4조 위안 경제대책으로 확대된 유동성이 부동산 금융부문으로 상당폭 유입

그림5 | 주택가격과 부동산관련규제



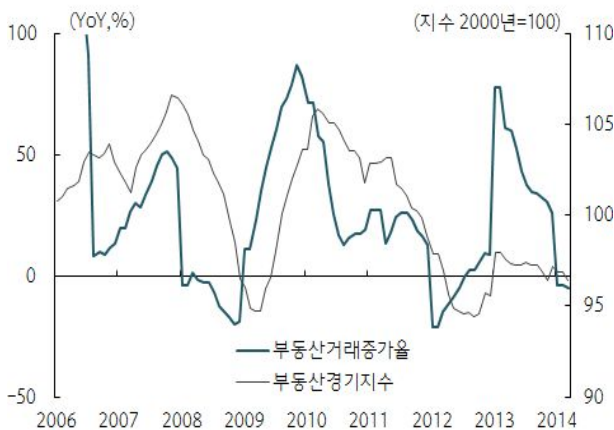
자료 : CEIC, 한국은행, 三菱東京UF銀行 자료(2013) 참조

- 2009년부터 정책당국은 주택가격의 과도한 상승을 억제하기 위한 일련의 대책들을 발표하기 시작. 그러나 투기목적의 부동산투자과열을 억제하기에는 역부족
 - '09년 12월 개인 부동산 매각시 세금우대책 폐지, '10년 이후 부동산 대출 조건 강화 계속
- 부동산가격 안정을 위해 중국 당국이 지금까지는 주로 주택공급의 확대, 대출규제 중심의 대책들을 동원했으나 최근에는 부동산세제 강화를 중요한 한 축으로 채택

■ 연속적인 주택가격 억제책에도 불구하고 주택가격 상승세 가속

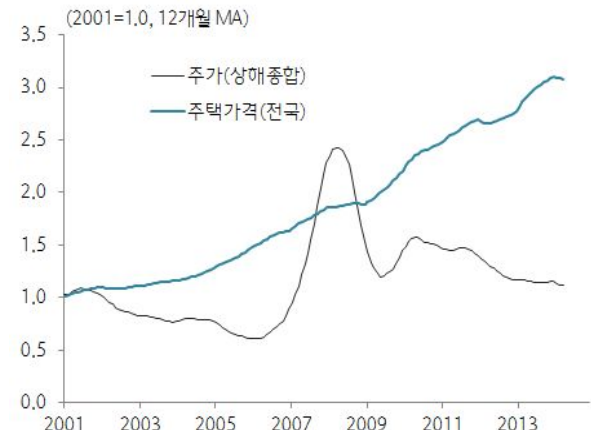
- 2009년 이후 본격적인 가격억제책이 발표되기 시작하였으며, 2010년의 경우에는 다 주택에 대한 주택대출의 선수금비율 인상 등의 조치가 큰 영향력을 발휘. 주택가격이 연초대비 16% 하락하는 등 초기에는 비교적 큰 정책효과가 나타남
 - 대도시 주택구입호수의 제한 등을 도입
- 2011년에는 상하이 충칭 등 일부 지역에서 복수의 부동산 보유를 억제하기 위해 부동산세를 시험적으로 도입하였으나 그 대상에서 대부분의 주택이 포진되어 있는 기존주택들이 제외되었으며, 세율이 낮고 세금회피가 용이하여 정책효과가 매우 한정적
- 2012년 중반부터 다시 부동산 가격이 양등하자 2013년 3월에 주택양도소득에 대한 과세를 중심으로 하는 부동산가격 억제책인 ‘신국5조’를 발표
 - 양도소득의 20%를 과세하는 방안이 제시되었으나 지방정부들이 실시를 유보
- 그러나 지방정부는 신국5조의 핵심인 양도소득세를 실제 적용하지 않음으로써 시장에서는 심지어 이 조항의 제정 사실을 인지하지 못하는 등 부동산가격 억제에는 미미한 효과. 2013년중 주택가격의 상승폭이 더 확대되는 경향

그림6 | 부동산경기지수는 하향 안정세



자료 : CEIC

그림7 | 주택가격과 주가의 추이 비교

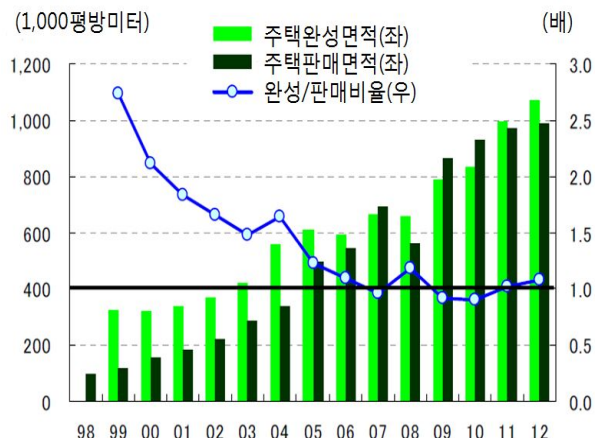


자료 : CEIC, 연합인포맥스

■ 2014년 양회에서 추가적인 주택가격 억제대책이 발표될 것으로 예상되었으나 실제로는 부분적인 대도시 주택투자억제책으로 그쳐 그 배경에 대한 관심이 고조

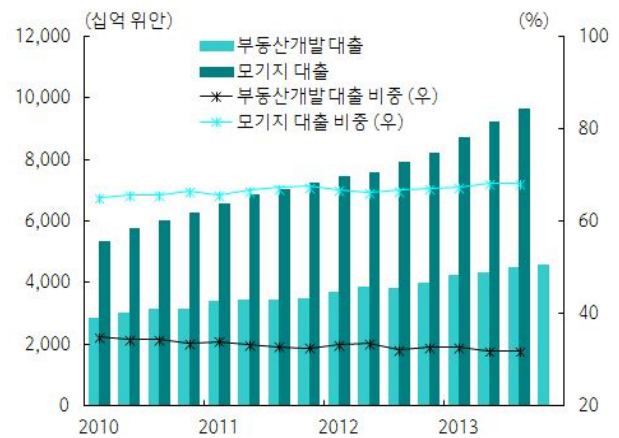
- 2009년 이후 2주택 이상 보유자에 대해 선수금비율 인상 및 적용금리의 인상을 중심으로 하는 가격억제책이 꾸준히 도입되었음에도 불구하고 주택가격 상승은 지속
 - 그림자금융이 급증하기 전인 2011~12년 중반까지의 기간중 일시적인 주택가격 조정 진행
- 부동산경기 호조는 실물경제의 성장 지속을 위해 필요하지만 과도한 주택가격 상승은 장기적으로 경제성장에도 부담. 특히 중앙정부로서는 과도한 자산가격 상승과 경제격차의 확대가 가장 큰 위협
 - 반면 지방정부는 부동산 경기호조가 지방재정의 건전성 유지에 필요하여 중앙과 상반되는 입장. 이 과정에서 지방정부의 도덕적해이와 역선택의 문제 발생
- 2014년 양회에서는 주택가격 상승 억제를 위한 적극적인 대책이 제시되지 않았으며, 그 배경은 ①목표(GDP 7.5%)보다 저성장에 머물 가능성이 있는 거시경제 상황, ②일부 지방도시의 주택가격 하락 등 주택가격의 자연적인 조정 가능성, ③부동산 버블 붕괴 시 지방정부재정 및 금융시스템 불안 발생 등으로 판단됨
- 다만 이번 양회 동안 생산능력 과잉문제에 대한 대응과 함께 부동산투자 억제를 위한 소극적인 대책들이 발표됨
 - 3/6일 주택·도시농촌건설부 차관은 가격이 급등한 1급 도시에 중·저소득층을 위한 주택 공급 증가 및 투기수요 억제, 주택재고가 많은 지방에는 주택용지 공급 억제로 재고를 해소한다는 방침을 발표하여 주택가격 상승을 완화하기 위한 기존 정책대응을 재확인
 - 또한 3/6일 국토자원부 장관은 투기거래에 대한 감독 관리를 강화하여 부동산투기를 억제하기 위해 6월중 부동산등기조례를 제출할 계획을 명시

그림8 | 타이트한 수급상황이 소폭 회복



주 : 완성/판매비율이 1을 상회하면 과잉공급, 하회하면 공급부족을 의미
자료 : 三菱東京UFJ銀行 자료(2013)에서 전제

그림9 | 대출중 부동산 비율



자료 : CEIC

3. 풍부한 주택 실수요가 부동산경기의 급락을 억제할 것으로 기대

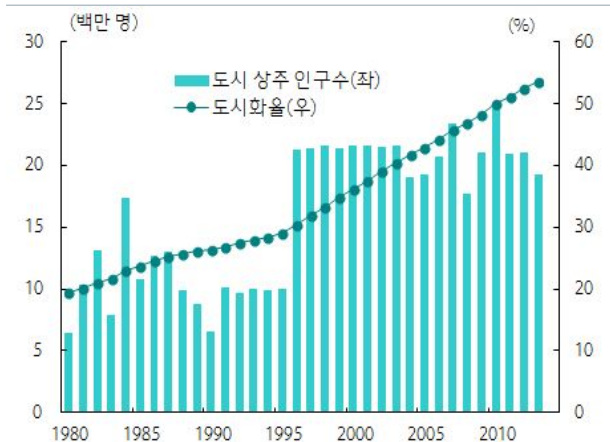
■ 가격억제책에도 불구하고 주택가격 상승세가 지속되는 배경에는 강한 실수요가 존재

- 최근 수년간의 주택가격 급등은 유동성의 영향이 크지만 실수요 요인도 강하게 작용. 첫째, 도시화 진전으로 주택수요가 큰 폭으로 증가. 2012년 중국 도시화율은 52.7%에 불과해 여전히 80%를 상회하는 선진국의 도시화율과 큰 차이가 존재
 - '20년 도시화율 60%에 도달할 것으로 예상되며, 이를 위해 매년 1.4% 상승이 필요하며, 이는 매년 2천만명 이상의 인구가 도시로 유입되는 효과
- 둘째, 인구구조 변화에 따른 주택수요의 변화도 진행중. 2005년 이후 대도시의 주택 수요가 급증한 것은 결혼 적령 인구의 증가가 주원인으로 추정. 특히 중국은 최초 주택구입연령이 선진국에 비해 훨씬 낮다는 것이 특징
 - 최초 주택구입 연령: 영국 37세, 독일 및 일본 42세, 북경 27세⁴⁾
- 셋째, 2010년 도시세대의 주택보유율이 89%로 높지만 부유층이 다수의 주택을 소유하는 경우가 많아 실제 보유율이 훨씬 낮고, 구 국유주택을 소유하는 경우도 40% 정도로서 이들의 대체수요가 매우 크기 때문에 주택에 대한 대규모의 대기수요가 상존

■ 부동산 버블 붕괴 및 금융불안 리스크 부각되면 실수요의 충격 완충 효과도 제한적일 가능성

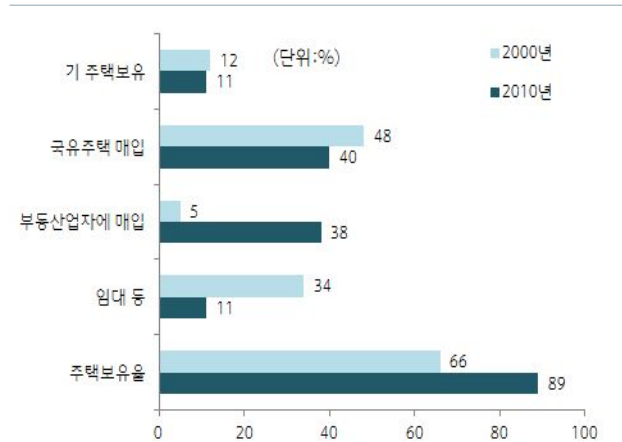
- 유동성에 의한 과도한 주택가격 상승으로 주요도시에는 이미 상당 규모의 버블이 존재하는 상황. 따라서 주택버블의 붕괴되어 금융불안으로 확산될 경우에는 강한 주택 실수요의 존재에도 불구하고 주택가격의 조정 가능성을 배제하기 어려움

그림10 | 도시화에 의한 수요 증가



주: 도시화율은 도시 상주인구가 전체 인구에서 차지하는 비중
자료: CEIC

그림11 | 주택보유형태에 따른 구성



자료: 미츠비시토쿄UFJ은행 자료에서 전체

4) Fan Xiaochen, "中国の住宅市場と今後の価格抑制策について", 三菱東京UFJ銀行, 2013.5

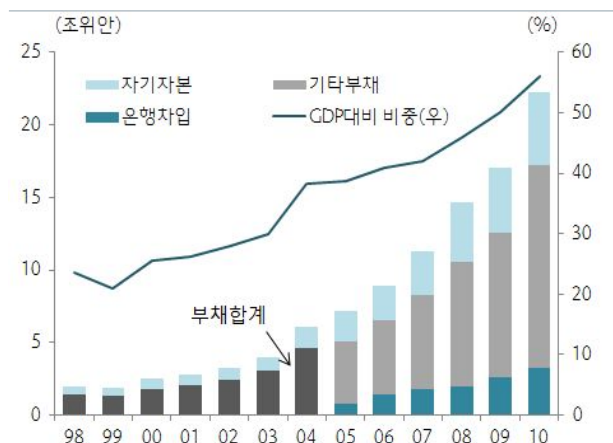
II. 부동산가격과 금융리스크: 부동산에 대한 유동성 공급과 그림자금융

1. 부동산시장에 대한 유동성 집중 현상이 심화

■ 4조 위안 경기대책 실시 후 대규모 자금이 지속적으로 부동산 시장에 유입

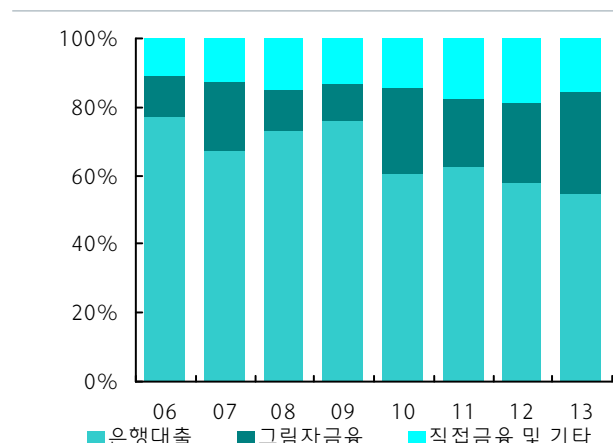
- 2009년 이후 대규모 자금이 부동산 시장에 유입되어 주택가격이 급등. 글로벌 금융위기 직후 세계적인 경기침체에 맞서 중국정부가 4조 위안의 경제부양책을 실시. 여기서 풀린 자금의 상당 부분이 부동산 부문에 유입
 - '09년부터 은행 대출잔고는 과거 추세에서 빠르게 이탈하기 시작. '12년말 대출잔고는 56조 위안으로 추세치를 계산한 43조 위안에 비해 10조 위안 이상 확대 공급
- 부동산 개발업자들은 이미 2000년대 중반부터 급속하게 토지구입 및 주택공급을 확대하기 시작하였으며, 이를 뒷받침하기 위해 자금조달을 확대
 - 부동산 개발업의 부채는 2010년말 약 22조 위안으로 GDP의 50%를 상회
- 2000~10년간 부동산개발업의 부채증가폭은 GDP의 30%p를 상회할 정도로 크며, 특히 2009년부터는 은행을 거치지 않는 기타차입이 크게 증가
 - '09년부터 은행은 융자플랫폼 또는 국유대기업 등에 저금리 대출을 대폭 확대했으며, 이 가운데 상당 부분이 부동산개발업의 기타차입에 충당
- 대규모 자금이 부동산 개발업자를 통해 부동산시장에 유입되면서 부동산 가격이 본격 상승하기 시작. 2009년 초부터 2010년 중반까지 가격이 가파르게 상승한 이후 2011년에는 가격조정이 진행됐으나 2012년 2/4분기부터 다시 가파른 상승세 지속

그림12 | 중국 부동산업의 자금조달 잔고



자료 : 일본은행(BOJ) 자료(2012.4)에서 전제

그림13 | 그림자금융의 규모



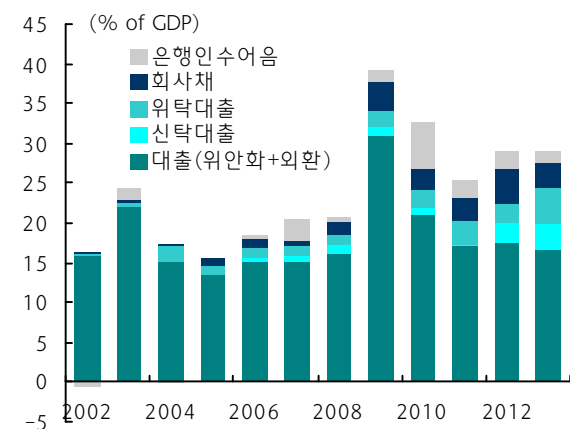
주: 그림자금융은 위탁대출+신탁대출로 표시
자료 : 중국 국가통계국

- 특히 '12년부터의 부동산 가격 상승은 그림자금융의 확대시기와 일치

■ 특히, 2012년 중반부터 그림자금융⁵⁾을 통해 주요도시 주택시장에 대한 유동성 편중이 뚜렷

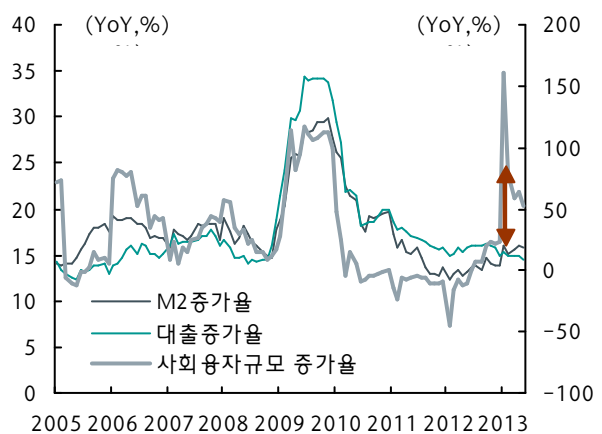
- 그림자금융 등으로 조성된 자금이 주택 매입에 동원된 경우가 압도적으로 더 클 것으로 추정되며, 2012년부터 유동성이 대도시에 집중되는 현상이 뚜렷해지면서 대도시가 선도하는 주택시장의 버블 확대가 지속
- 2013년중 중국의 통화량(M2) 증가율이 연간목표치(13%)를 상회하는 등 시중유동성이 확대되는 가운데, 주택담보대출 증가율은 M2증가율을 크게 상회. 유동성의 상당 부분이 주택시장에 계속 유입되고 있는 것으로 추정
 - 다만 '14년 3월 M2증가율은 12.1%로 전월의 13.3%에 비해 약간 둔화. 중국인민은행이 통화량 증가 속도를 제한했을 가능성
- 중국경제 내의 자금량을 나타내는 사회용자규모도 빠르게 증가하고 있으나 최근 들어 증가속도가 둔화되고 있어 부동산시장을 연착륙시키려는 당국의 의도를 표출
 - GDP대비 사회용자총액의 비중은 '08년까지는 120% 내외에서 안정되었으나 '09년부터 급상승하여 '13년에는 200%를 상회
 - '14년 2월부터 사회용자총액의 증가속도가 완만해지기 시작했으며, 이는 중국당국의 그림자금융에 대한 규제 강화가 원인
- 한편, 2013년 초부터 외국환 매입пози션이 급격히 증가하고 있으며, 이를 통해 외국인 투자자금의 유입 증가와 이 가운데 상당 규모가 주택시장에 투자되고 있다는 추정이 가능해 보임

그림14 | 사회용자 규모 확대 추이



주 : 사회용자규모 중 대출, 신탁, 위탁, 회사채, 은행인수어음의 GDP대비 비중
자료 : IMF자료에서 전제

그림15 | 부의 유동성 확대로 유동성지표 격차 확대



자료 : CEIC

5)그림자금융의 구조 등 세부사항은 “하나금융경영연구소, ‘2014년 China Risk 점검’, 2014.2.”을 참조

2. 그림자금융과 부동산시장의 상관관계 확대로 리스크 상승

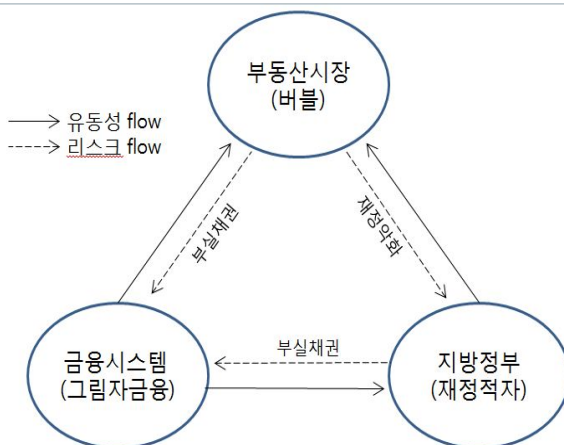
■ 그림자금융과 부동산버블의 확대로 인해 부동산시장과 금융시스템의 상관관계 심화

- 중국의 주택가격 상승은 실수요와 유동성의 두 축이 원동력이지만 2009년 4조 위안 경기부양책을 계기로 유동성의 영향이 더 확대. 특히 2012년 중반부터는 주택시장에 대한 그림자금융 및 지방정부 융자플랫폼을 통한 과잉유동성 집중이 본격화
 - '12년 중반 이후 그림자금융의 규모 증가와 주택가격 상승이 동시에 진행
- 그림자금융에서 생성된 과잉유동성은 직접 부동산시장에 공급되는 동시에 지방정부 융자플랫폼을 통해서도 공급. 이로 인해 그림자금융-지방정부-부동산의 일체화 진행
 - 부동산버블 붕괴가 지방정부 재정 및 금융시스템의 안정성을 훼손할 리스크가 점차 확대
- 그림자금융 확대는 부동산업에 대한 자금공급과 이에 따른 주택공급증가 효과도 있지만 그보다는 수요진작을 통한 주택버블 형성의 부작용이 더 큼. 그림자금융의 비중이 확대될수록 금융시스템의 부동산시장에 대한 의존성 심화 및 리스크 노출이 증가

■ 중국 그림자금융은 비중이 선진국에 비해 매우 낮으나 증가속도 및 부동산집중은 불안요인

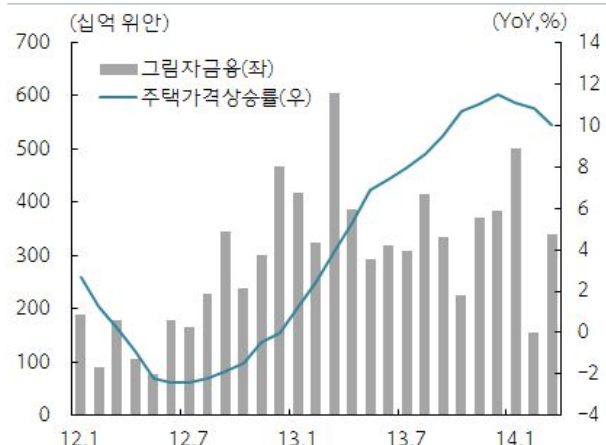
- 그림자금융의 급속한 확대는 ①자금수요측면에서, 2010년 당국이 정책기조를 금융긴축으로 선회함으로써 유동성부족에 빠진 부동산업, 지방정부융자플랫폼 등의 자금수요 ②자금공급측면에서는 저금리의 은행예금보다 높은 수익성을 제공하는 신상품에 대한 예금자들의 선호가 동시에 작용한 결과
- 이렇게 형성된 그림자금융의 규모를 살펴보면, 협의의 그림자금융은 2013년 3월말 현재 은행의 이채상품 8.2조 위안, 신탁회사의 신탁상품 8.7조 위안을 합한 16.9조 위안

그림16 | 부동산-그림자금융-지방정부의 일체화



자료 : 노무라자본시장연구소, 하나금융경영연구소

그림17 | 그림자금융과 주택가격상승률의 추이



주: 그림자금융은 사회용자규모 중 위탁대출+신탁대출의 규모

자료: CEIC, 중국지수연구원

(GDP의 36%)로 추계. 신용평가사인 S&P는 이재상품과 신탁상품 외에 위탁용자와 민간용자를 포함하여 2012년말 현재 그림자금융 규모를 22.9조 위안으로 추계

- 지금까지 가장 크게 추계한 것은 스웨덴 금융그룹 노르디아 48.7조 위안(GDP 94%)

- 중국 그림자금융의 규모는 선진국은 물론 아시아 국가들에 비해 현저히 작은 수준이며, 은행 등 금융시스템의 안정성이 높은 것으로 평가되고, 최종적으로 당국의 금융통제에 대한 신뢰가 형성되어 있어 최근 부각된 위험성은 과대평가되고 있다는 시각

- FSB(금융안정위원회)가 발표한 '11년말 그림자금융의 GDP대비 비중: 한국 115.1%, 싱가포르 257.7%, 중국 9.2%

■ 그림자금융에서 리스크 발생을 우려할만한 조건들이 형성되기 시작

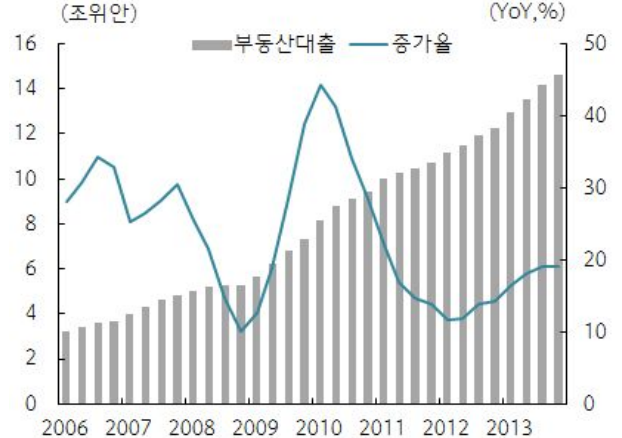
- 첫째, 그림자금융의 규모와 리스크에 대한 정확한 파악이 어렵다는 문제. 규모는 추정기관에 따라 3배 이상 차이가 있고, 그림자금융의 리스크에 대한 불확실성도 상존
- 둘째, 이재상품이 대부분 무보증으로 발생되고 있어, 신용기반이 흔들릴 경우 리스크가 빠르게 전파될 수 있는 구조. 투자자들에게 충분한 정보공시와 리스크설명이 실행되지 않고 있는데다 리스크 소재 자체도 불분명
 - '12년 발행된 이재상품의 63.8%가 무보증. 이재상품의 디폴트가 발생할 경우 금융시스템 내에 리스크 회피 현상이 급격히 확산될 우려
- 셋째, 성장패러다임의 이행기에 심화될 수 있는 경제성장률의 둔화 가능성도 문제. 중국경제가 저성장에 빠질 경우 기업수익의 악화로 채무불이행이 속출할 가능성
- 넷째, 과도한 인프라개발투자, 저효율의 도시개발로 부동산가격 하락리스크. 판매가격이 예상보다 낮아지면 투자수익률이 조달금리를 하회하게 되어 부실채권화 가능성

그림18 | 중국의 PIR 추이



자료 : CEIC

그림19 | 부동산대출 규모



자료 : 중국인민은행

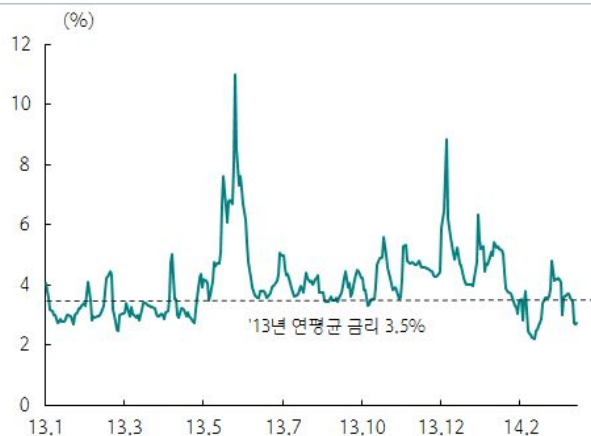
■ 그림자금융이 확대되면서 중국 경제·금융의 구조적 문제점들도 부각

- 그림자금융의 규모가 확대되면서 새로운 문제점들 부각되기 시작. 첫째, 거시정책과 금융감독 등 정책의 유효성 저하 문제 발생. 그림자금융은 정부의 구조조정이라는 정책의도에 반해 유동성을 지방정부융자플랫폼, 부동산업 등에 제공하는 통로를 제공
 - 또한 부실채권 문제의 은폐 또는 과소추정 가능성, 도덕적해이 및 역선택의 문제도 부각
- 둘째, 그림자금융이 주택시장에 과도하게 집중되어 효율성이 저하되는 문제점. 그림자금융에 대한 과도한 자금집중은 결과적으로 부동산 및 고정투자에 자금이 과도하게 분배되는 결과를 초래, 유동성 및 금융의 효율성이 현저히 저하
- 셋째, 그림자금융이 지방정부 재정문제까지 포함된 복합적인 문제로 발전. 그림자금융이 은행 등 금융기관, 지방정부 등과도 다양한 채널로 연결됨으로써 부동산 버블 붕괴 등의 리스크 발생시 이것이 다른 기관 및 시장으로도 급속히 파급·확대될 가능성

■ 그러나, 부동산시장과 그림자금융의 상관관계를 감안한 정책당국의 신중한 대응을 예상

- 빠르게 확대되고 있는 그림자금융 문제를 연착륙시키려는 것이 중국 당국의 기본적인 의도. 그림자금융 억제에 부동산가격의 상승세를 완화하는 효과가 예상되지만 과도하게 억제할 경우 부동산 버블의 붕괴 가능성도 예상
 - '13년 6월 sibor금리 급상승 등 은행간시장의 경색은 그림자금융을 억제하려는 당국의 창구지도 등 유동성공급 제한조치에서 기인
- 과도한 유동성 억제정책은 중국의 금융부문은 물론 실물경제에도 큰 부작용을 초래할 수 있다는 인식. 이에 따라 당국은 금리자유화, 금융상품 다양화 등의 정책을 중심으로 부작용을 최소화한 정책으로 그림자금융의 급격한 확대추세 억제 노력

그림20 | sibor금리와 당국의 의도



자료 : CEIC

그림21 | 이재상품(WMP) 수익률과 예금금리의 비교



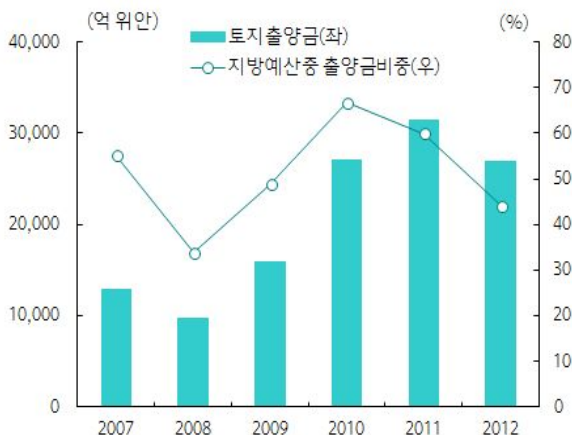
자료 : CEIC

- 반면, 부동산시장에서 버블붕괴 등 가격급변동이 발생할 경우 그림자금융 위축 등 금융시스템의 불안정성 확대는 불가피하며, 부동산가격이 하락할 경우 그림자금융의 수익을 보전이 어려워져 부실채권의 발생으로 이어질 가능성
- 그림자금융과 부동산의 연결고리로서 지방정부 부채문제 부각. 지방정부 재원의 상당 부분이 토지사용권 판매에서 취득. 부동산 경기 위축은 지방정부 부채문제 악화 요인
 - 지방정부의 재원중 토지출양금의 비중이 '10년에는 66.7%까지 상승, '12년 44%로 하락
- 또한 그림자금융과 부동산경기에 악순환의 고리가 형성될 경우, 피해확산이 우려되므로 당국은 과도한 부동산버블의 존재 및 그림자금융의 구조적 문제에도 불구하고, 그림자금융 및 부동산경기의 리스크를 서서히 해소하는 방향으로 정책을 시행할 예상

■ 부동산시장과 높은 상관성에서 기인하는 그림자금융의 리스크에 대비한 조치 필요

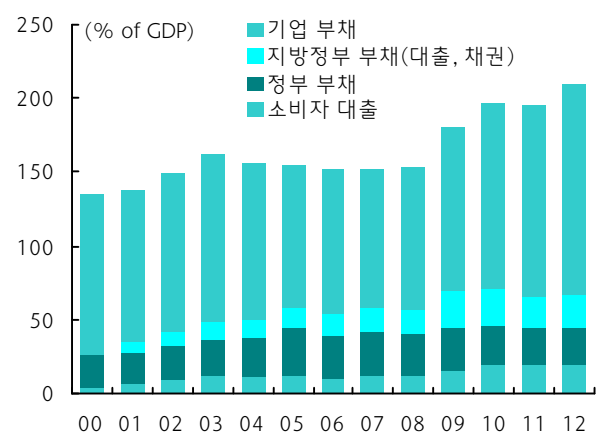
- 중국 그림자금융은 증가속도가 매우 빠르지만 ①아직 다른 나라에 비해 상대적인 규모가 크지 않으며, ②그림자금융의 규모가 은행대출에 비해 비중이 작고, 레버리지 비율도 높지 않은데다가, ③ 중국 금융시스템의 건전성 및 당국의 현상인식수준을 감안할 때 그림자금융 발 금융위기의 가능성은 낮은 것으로 판단
- 그림자금융이 부동산시장과 밀접하게 연결돼 있어 부동산시장발 리스크발생 가능성 경계가 필요. ①주택버블이 높은 수준으로 붕괴 위험성이 크며, ②실수요에 의한 충격 완화가 예상되나 ③버블붕괴 수준이 아니더라도 주택가격이 계속 하락하면 그림자금융의 수익률 저하와 디폴트 발생 가능성이 높아져 소규모 금융불안이 다발할 여지
- 따라서 그림자금융으로 유동성변환을 수행하는 금융기관들에 대해 ①상응하는 자본준비금 적립, ②정보공시를 강화로 투명성 제고, ③건전한 방화벽 구축을 통한 그림자금융과 정규의 금융기관업무와의 사이의 리스크 격리 등의 조치가 필요

그림22 | 지방예산 중 토지판매대금의 비중



자료 : CEIC

그림23 | GDP대비 부채비율 추이



자료: 인민은행, GS Global Investment Research, Goldman Sachs 자료 재인용

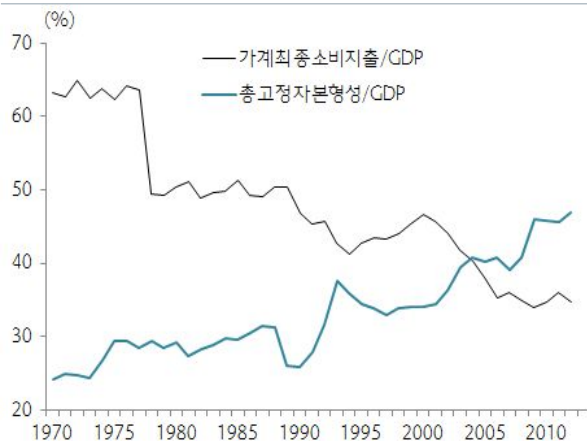
III. 부동산가격과 정책변화: 성장 패러다임 변화와 금융시장

1. 성장 패러다임의 변화가 주택가격 상승세 억제 가능성

■ 투자에서 소비로 성장축의 변화, 장기적으로 부동산 안정화에 기여 가능

- 중국은 양적 고도성장 과정에서 발생한 경제문제를 해결하기 위해 투자 및 수출 위주의 성장방식을 소비 및 내수 위주로 전환하는 성장 패러다임의 변화를 진행. 이미 2006년부터 시작되었으며, 현정부에서 구체적인 성장전략의 변화에 주력
 - '14년 3/5일 발표된 '정부활동보고'에 생산능력과잉과 부동산투기 억제를 주요과제로 명기
- 성장패러다임의 이행은 부동산가격의 상승을 억제하는 요인으로 작용할 전망. 첫째, 중국 고도성장의 원동력인 고정투자 증가율의 하락과 이에 따른 잠재성장률의 둔화가 예상되며, 이는 부동산 등 자산 인플레이션율의 상승추세가 약화되는 요인
 - 과도한 고정투자 증가로 자본의 한계생산성 저하되면서 고성장의 한계에 봉착
- 둘째, 소비중심의 성장패러다임 전환을 추구하려면 소비제약요인으로 지적되고 있는 부동산가격의 하향안정화가 필요하며, 이를 관철하기 위한 지속적인 정부대책 예상. 다만 급속한 경기둔화 및 금융부문의 리스크 확대를 막기 위한 완만한 버블 해소 추구
 - 수요측면에서 가격억제책을 실시하는 동시에 보장성주택 중심으로 주택공급 확대에도 주력. 또한 '10년 이후에는 대출규제, 조세부과 등의 대책도 동원
- 셋째, 빈부격차 확대 방지 및 환경개선 등 삶의 질 개선을 위한 정책 기조 유지도 예상. 부동산버블의 원동력이었던 동시에 빈부격차 확대의 주역이었던 대도시가 주택가격 억제의 주요 목표로 설정되어 대책이 집중될 것으로 예상

그림24 | 고정투자와 민간소비의 GDP대비 비중 추이



자료 : World Bank

그림25 | 고정투자와 부동산투자 증가율



자료 : CEIC

2. 위안화 약세 등 금융시장의 변화와 주택시장

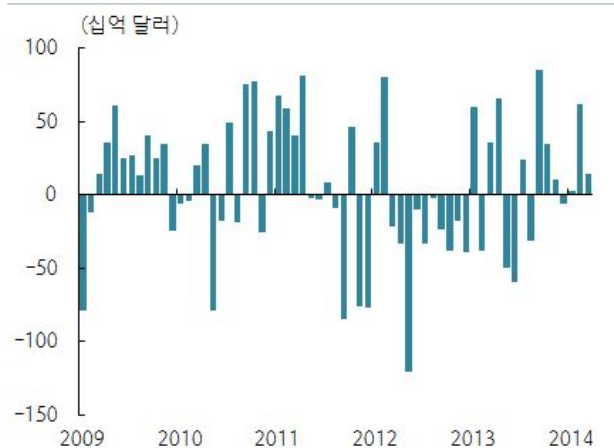
■ 금년 들어 중국 저성장 가능성이 부각되어 주가약세 등 금융시장의 활력이 저하

- 주가는 4조 위안 경제대책으로 2009년에는 급상승을 기록했으나 2010년 초부터 최근 까지 하락 추세 지속. 이러한 주식 등 증권의 수익률 저하에 대한 대안으로 그림자금융을 통한 부동산시장에 자금 집중 초래
- 부동산과 그 외 자산이 일정 기간 역의 상관관계를 유지할 수 있으나 장기적으로 자산 간 가격 변화는 같은 방향으로 추이할 가능성. 즉 자산가격의 하향 안정화가 부동산가격에도 하락 압력을 제공할 것으로 예상
 - 주택시장에 대한 자금 공급루트인 그림자금융이 약화될 경우 주택가격 안정 불가피
- 고정투자가 성장을 선도해왔으나 과도한 투자로 인해 자본의 한계생산성이 저하되고 있으며, 이는 자본시장의 투자수익률의 저하 요인으로 작용할 가능성

■ 특히, 2014년 초부터의 위안화 약세는 부동산 등 자산가격의 약세 전환 요인으로 작용

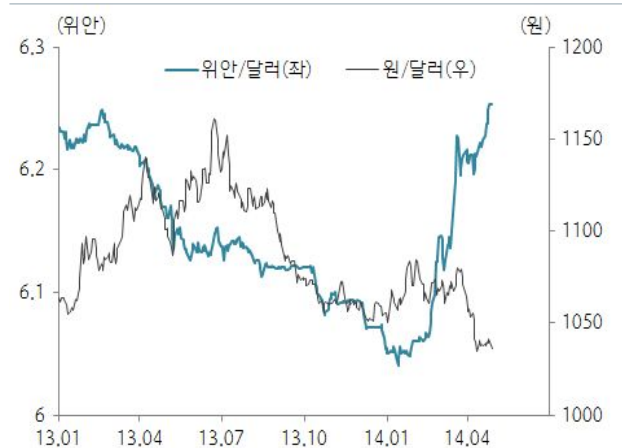
- 위안화의 절하는 주식, 채권, 부동산 등 자산가격의 약세를 초래할 가능성. 그 동안 위안화 절상 지속에 대한 기대가 중국에 대한 유동성 유입 및 투자 집중의 원인으로 작용하였으나 최근의 약세는 이러한 기대를 전환시킬 수도 있는 요인
- 위안화 약세 유도가 지속될 경우 외국인 투자자들의 핫머니 유출을 초래할 가능성도 있으며, 이는 궁극적으로 부동산시장에도 반영될 것으로 예상
 - 중국 부동산에 대한 외인 투자규모는 상대적으로 작은 편이나 최근 주택가격 상승과 함께 핫머니 유입이 큰 폭 진행된 것으로 추정

그림26 | 핫머니 유입 추정



주 : 핫머니 규모는 '외환보유액 증가분-무역수지-FDI 유입액'으로 추정
자료 : CEIC

그림27 | 위안화 절하 추세



자료: 연합인포맥스

IV. 시사점

1. 부동산 버블 해소와 soft landing으로 유도하기 위한 정책당국의 신속한 조치를 예상

■ 주택버블의 존재, 성장패러다임의 변화 등의 환경 하에서 정책당국은 주택가격의 소프트랜딩에 초점을 둔 정책기조를 유지할 전망

- 그림자금융에 의한 부동산경기의 과열, 지방정부재정과 그림자금융의 연관 등에 따라 부동산-금융시스템-지방재정의 일체화 진행. 한 부문의 리스크가 다른 부문에 곧 바로 파급되는 구조가 형성
- 주택가격의 안정은 소비진작과 빈부격차축소 등 성장패러다임의 이행을 실행하고 있는 당국에게는 절대 필요한 요소. 또한 부동산시장의 버블붕괴는 경제를 취약화 시킬 수 있는 요인이므로 중국 당국은 부동산경기의 소프트랜딩이 필요
 - 버블붕괴→부실채권 증가→금융기관 부실화→대출억제→실물경제 축소의 순환 억제 필요
- 지방정부 재정문제로 인한 금융시스템의 리스크 확대. 중앙정부의 재정건전화도 중요하나 경직된 재정운용이 지속될 경우 앞서 언급한 부동산-금융시스템-지방재정의 일체화에 의한 리스크 확대가 불가피
 - 현재 중앙과 지방의 경직적인 재정운용방식을 신속적으로 선회하기 위한 노력 예상

■ 주택버블의 붕괴 가능성은 크지 않지만 금융시스템에 대한 부담이 점차 확대될 가능성

- 도시화 진전, 인구구조 변화 등 당분간 견실한 실수요가 존재하고 있어 부동산 버블붕괴의 가능성은 크지 않으나, 부동산시장에 대한 유동성 과잉공급을 억제·연착륙시켜 리스크를 완화할 수 있는 조치가 필요
- 정책당국의 관리 능력은 높은 것으로 평가되고 있으며, 부동산 시장의 소프트랜딩을 위해 부동산가격의 급락을 초래할 가능성이 있는 과도한 대책을 억제하고 있는 상황
 - '09년 사례처럼 성장동력이 급격히 떨어질 경우 대규모 정책을 동원할 능력 보유
- 부동산시장에 대한 대외 개방도가 비교적 낮아 리스크 발생 가능성은 높지 않음. 최근 외국인 자금의 유입이 빠르게 증가하고 있으나 부동산 시장 특히 주택시장에 대한 외국인의 영향은 미미하므로 부작용의 우려도 크지 않은 것으로 평가
- 부동산에 대한 유동성 공급의 지속 여부와 통화정책의 중요성이 확대. 당국의 의도대로 유동성공급이 신속적으로 시행될 것으로 보이나 주택버블의 형성 등 금융시장에 대한 부동산 부문의 비중이 확대되면서 금융에 대한 부동산의 영향은 점차 확대

2. 일체화에 의한 금융불안 가능성

■ 그림자금융, 지방정부부채, 부동산버블의 일체화가 진전되어 위기 발생시 파급효과는 확대

- 앞서 언급한 바와 같이 금융, 부동산, 지방재정의 일체화로 어느 부분에서 리스크가 발생하면 다른 부문에도 순차적으로 그 영향이 파급. 가능성이 크지 않으나 ①지방정부 재정문제의 심화에 따른 금융시스템의 리스크 증가, ②부동산시황의 급변에 따른 금융시스템의 붕괴, ③그림자금융의 붕괴에 따른 부동산 및 재정 등 경제전체의 경착륙 우려 등은 발생할 경우 파급력이 대단히 클 것으로 예상
- 그림자 금융에 대해서는 현재보다 예금금리가 1~2%만 인상되어도 그림자금융의 규모가 절반으로 감소할 것이라는 주장이 대두되는 등 급속한 리스크 확대 가능성이 우려되나 규모에 비해 파생상품이 발전하지 않아 관리가 가능한 것으로 알려짐
 - 금리자유화가 예금금리로 확대될 경우 그림자금융 확대추세 완화 예상
- 그러나 부동산 버블의 붕괴 가능성에 대해서는 긍정론이 더 큰 상황. 우선 중국 가계 부문의 부채가 낮은 수준으로 유지되고 있기 때문에 부동산 위험 가능성은 낮으며, LTV도 60% 이하에서 관리되고 있는 것으로 알려지고 있어서 부동산 버블 붕괴의 가능성이 크지 않음
- 리스크 확대에도 불구하고, 경제 전반에 대한 중앙정부의 통제능력에 대해 대내외에서 신뢰하고 있기 때문에 미국의 서브프라임과 같은 통제불능 상태가 발생할 가능성은 크지 않으나 추가 이익을 산출할 수 있는 기회는 축소될 것으로 보임

3. 금융기관의 수익성 저하 가능성이 부상

■ 금리자유화, 그림자금융 리스크 등으로 중국은행들의 수익성 저하 및 부실채권 증가 가능성

- 빠르게 전제되는 그림자금융의 규모 증가는 자금공급측면에서 현재 3%대에 묶여있는 은행 예금금리로 고수익상품에 예금이 집중. 예금금리 자유화가 시행되면 은행의 자금조달, 운용스타일의 변화의 경쟁구도에도 큰 변화가 예상
- 예금금리가 자유화되면 시중은행의 입장에서는 저비용 자금조달경로가 축소됨으로써 중국은행들이 고수익 추구가 어렵게 될 것이며, 또 한편으로는 은행에 고수익을 가져다주고 있는 그림자금융의 축소도 수익성을 크게 악화시킬 것으로 예상
 - 예금금리가 1%p 상승시 이채상품과 금리차 100bp 내외로 축소되면서 이채상품 규모 감소
 - 더욱이 금융당국은 중소기업 등에 자금공급을 담당할 민간은행의 신규설립을 허용할 계획으로 기존 은행들은 경쟁강화에 노출
- 중국은행간 경쟁 격화 가능성과 함께 외국은행들의 중국내 영업의 수익성 둔화 우려

하나 금융정보 **Hana Finance Info**

150-705 서울특별시 영등포구 여의도동 27-3

TEL 02-2002-2200

FAX 02-2002-2610

<http://www.hanaif.re.kr>