

2018: 디레버리지의 핵심은 과잉 생산 해소

장이(張壹) 서우창증권(首創證券) 수석 애널리스트(거시 경제)

최 근 중국 비 금융기업의 부채와 이로 인한 높은 레버리지가 이목을 끌고 있다. 민간 비 금융 부문의 레버리지율은 이미 257%까지 올랐고 이는 신흥국가의 평균수준인 184.5% 보다 훨씬 높다. 국제통화기금(IMF)은 중국의 부채 문제에 대해 거듭 경고 했다. IMF는 최근 <세계 경제 전망>을 통해 중국은 현재 실시하고 있는 여신 억제 조치를 가속화 해야 하고, 그렇지 않을 경우 경제가 크게 둔화 될 것이라고 지적했다. 부채 증가는 무디스와 스탠더드 앤드 푸어스(S&P)가 중국 국가 신용 등급을 하향 조정한 이유 중 하나이다. 중국 수뇌부도 부채 리스크에 주목하고 높은 레버리지를 거시 금융 취약성의 근원으로 인식하고 있다. 레버리지율은 실물경제와 금융의 연결고리로 경제 전반에 영향을 미치기 때문에 디레버리지(부채 축소)에 성공한 국가는 매우 적다. 그러나 중앙경제공작회의에서 발표한 공급측 구조개혁 관련 보고서는 부채 축소에 대한 언급이 줄었다. 부채 축소 보다 과잉생산 해소를 강조한 것은 단순한 부채 축소로는 근본적인 문제를 해결할 수 없고 실물경제에 근원이 있다고 여겼기 때문이라고 본다. 우선 레버리지 증대가 야기할 리스크에 대해 알려면 두 가지 문제에 답해야 한다.

첫째, 왜 똑같이 부채가 증가하는 상황에서 미국은 금융 위기가 일어나고 한국과 일본은 괜찮은가. 둘째, 왜 글로벌 금융 위기가 발발하기 전 중국은 높은

여신 확대에도 불구하고 과도한 부채 문제가 나타나지 않다가 여신 증가세가 다소 둔화 되었을 때 오히려 부채 문제가 더욱 두드러진 것인가. 첫번째 질문의 답은 기타 경제의 구조적 문제 외에도 각국의 저축률과 밀접한 관계가 있다. BIS의 데이터에 따르면 금융위기 이전, 민간 비 금융 부문의 레버리지율은 미국 151.6%, 일본 159.8%, 한국 193.2%로 미국의 레버리지율이 한국과 일본보다 낮았다. 단기적으로 부채의 지속가능성 여부는 자금 조달 능력에 달려있지만, 최종적으로는 총 저축률과 관련이 있다. 즉 저축률이 부채 간 레버리지 이동 능력과 부채 해소 능력을 결정한다. 한국과 일본의 높은 가계저축률은 미국의 가계 부문 과다 소비와 대조적이다. 두번째 질문의 답은 본질이 여전히 명목 경제 성장 속도의 둔화에 있다는 것이다. 즉 분모 감소가 레버리지율을 높였다. 2001년부터 2008년까지 민간 비 금융 부문의 부채 평균 증가 속도는 17.9%, 경제 명목 평균 성장 속도는 16.3%였다. 2009년부터 2016년까지 부채 증가율은 17.5%, 경제 성장률은 11.4%로 명목 경제 성장 속도가 부채 증가율에 비해 더 빠르게 감소했다. 이는 민간 비 금융 부문의 레버리지를 141.3%에서 257%로 치솟게 만들었다.


첫 번째 문제는 실질적으로 현재 부채 리스크에 대한 평가를 내포하고 있다. 중국 민간 비 금융 부문의 부채비율은 신흥국이나 G20국가들 보다 높다. 모든

중국 부채 문제에 대한 경고는 과도한 부채와 빠른 증가 속도에 대한 우려에서 비롯된 것이다. 전술한 바와 같이 다른 조건이 변하지 않는 한 저축률이 부채의 지속가능성을 결정한다. 현재 중국의 총 저축률은 48%대로 세계적으로도 보기 드문 수준이다. 높은 저축률은 부채 리스크를 막아 준다. 또한 높은 저축률은 중국의 대부분의 대출금이 투자에 사용되고 있다는 것을 뜻하므로, 부채가 늘어나면 자본도 증가한다. 그러나 구미 국가들은 개인의 과다한 지출과 높은 수준의 복지를 위한 정부의 과다 재정 지출로, 부채를 모두 소비해버렸으며 이에 상응하는 자본이 형성되지 못했다. 서로 다른 체제로 인해 부채비율을 완전히 비교할 수 없지만 중국은 축적된 자본이 있기 때문에 여러 조치를 취할 수 있다. 예를 들면 기업이 이자 상환 부담이 클 때 정책 입안자가 기업의 부채를 주식으로 전환하는 출자전환을 제안할 수 있다. 비록 출자전환 과정에서 기술적인 어려움에 직면할 수도 있지만 저축률이 낮은 국가는 부채에 상응하는 자본이 없기 때문에 출자전환의 전제조건조차 안된다.

두 번째 문제는 자본 산출액 비율의 감소가 레버리지 상승을 초래하는 주요 원인임을 말해준다. 전술한 바와 같이 글로벌 금융 위기 이후 부채는 다소 줄었지만 경제의 명목 성장율은 대폭 하락했다. 만약 사회 용자 증가량을 자본 투자의 대체 지표로 본다면 사회 용자 평균 생산 탄력성은 금융위기 전 (2003-2008) 0.98에서 금융위기 발생 이후 (2009-2016) 0.61까지 떨어졌다. 이는 더 많은 자본을 투입해도 생산량이 더 적다는 것을 뜻한다. 간접금융 위주의 자금 조달 시스템 하에서 부채 자금은 전체 용자 보유량의 95% 정도를 차지하며, 증가분의 대부분이 부채 자금이다. 부채가 생산량의 증가 속도 보다 더디기 때문에 레버리지율이 높아질 수밖에 없다. 데이터를 통해 생산 탄력성이 지속적으로

0.7보다 낮을 때 레버리지율이 급속 성장한다는 것을 알 수 있다. 우리가 주목해야 될 점은 금융위기 이후 여신 확대가 인플레이션 증대를 초래하지는 않았고, GDP 디플레이터는 금융위기 전인 5.36%에서 2.96%로 감소했다는 것이다. 그 중 PPI는 54개월 연속 마이너스 성장세를 기록했다. 피셔의 이론에 따르면 디플레이션은 채무자의 실제 채무 부담을 증가시킨다. 만약 금융위기 전과 후, 대출이 가격에 미치는 영향이 똑같다면 레버리지율은 현재의 257%에서 237%로 떨어졌을 것이다. 중국이 일본과 같이 심각한 고령화 현상이 일어나지 않은 가운데 디플레이션이 일어난 주요 원인은 2012년 이후, 공급측과 수요 구조가 엇박자를 보였기 때문이다. 2002년부터 금융 위기가 발생하기 전까지 중국은 수출 주도형 고속 성장을 발전 수단으로 삼아 공업화와 도시화가 고속 성장을 이끌었으며, 공업 위주의 산업 구조를 형성했다. 금융위기 이후, 시장이 한 단계 성장할 가능성이 작아지며 수출 고속 성장의 시대는 이미 지나가 버렸다.

다른 한편으로는 1인당 GDP가 8000달러를 넘은 가운데 중국은 중상층 소득에서 고소득으로 발전하고 있고 공업 소비품에 대한 수요가 줄어들고 인력 중심의 서비스 수요가 증가하고 있다. 수요가 빠르게 변화하고 있는 가운데 산업구조는 여러 요인으로 인해 단기간에 빠른 조정이 어려워졌다. 과잉 자본은 가속상각 등의 방식으로 해소되지 않는다. 산업 구조와 수요 구조의 불균형은 실제 생산량의 감소와 디플레이션을 초래했으며, 이 두 가지 요소가 높은 레버리지를 야기했다. 그렇기 때문에 높은 레버리지를 해소하기 위해서는 과잉생산을 해소해야 한다. 과잉생산이 해소되지 않는다면 디레버리지를 실현할 수 없다. 현재 중국 경제는 외부 수요의 성장 속에서 비교적 경기 호황기에 들어섰다. 이는 더 큰 사회가 주는 타격을 피하는 가운데 과잉생산을 해소할 수 있

는 기회를 제공한다. 중앙경제정책회의에서 발표한 바와 같이 효율이 없는 공급은 중단하고 ‘좀비 기업’ 퇴출을 목표로 하여 과잉생산을 해소해야 한다. 이를 추진하는 과정에서 시장과 정부가 수요의 구조적 변화에 잘 적응하고, 탄탄한 재정이 밑바탕이 되어 사회 문제를 예방하고, 다른 소유제 기업들을 공평하게 대하는 것은 모두 정책 입안자가 고민해야 할 문제이며 또 다른 도전과제이다. 

알립니다

- CSF 칼럼은 대외경제정책연구원(KIEP)에서 발간하고 있으며, 저작권 정책은 ‘공공저작물 자유이용허락 표시기준 제 3유형’에 따릅니다. 해당 원고에 대해 사전 동의 없이 상업 상 또는 다른 목적으로 무단 전재·변경·제 3자 배포 등을 금합니다. 또한 본 원고를 인용하시거나 활용하실 경우 △출처 표기 △원본 변경 불가 등의 이용 규칙을 지켜셔야 합니다.
- 본 원고에 대한 글, 그림, 사진 등 저작권자가 표시되어 있지 않은 모든 자료에 대한 저작권 책임은 저자 본인에게 있으며, 해당 원고의 의견은 KIEP 및 CSF의 공식적인 입장을 대변하고 있지 않습니다.